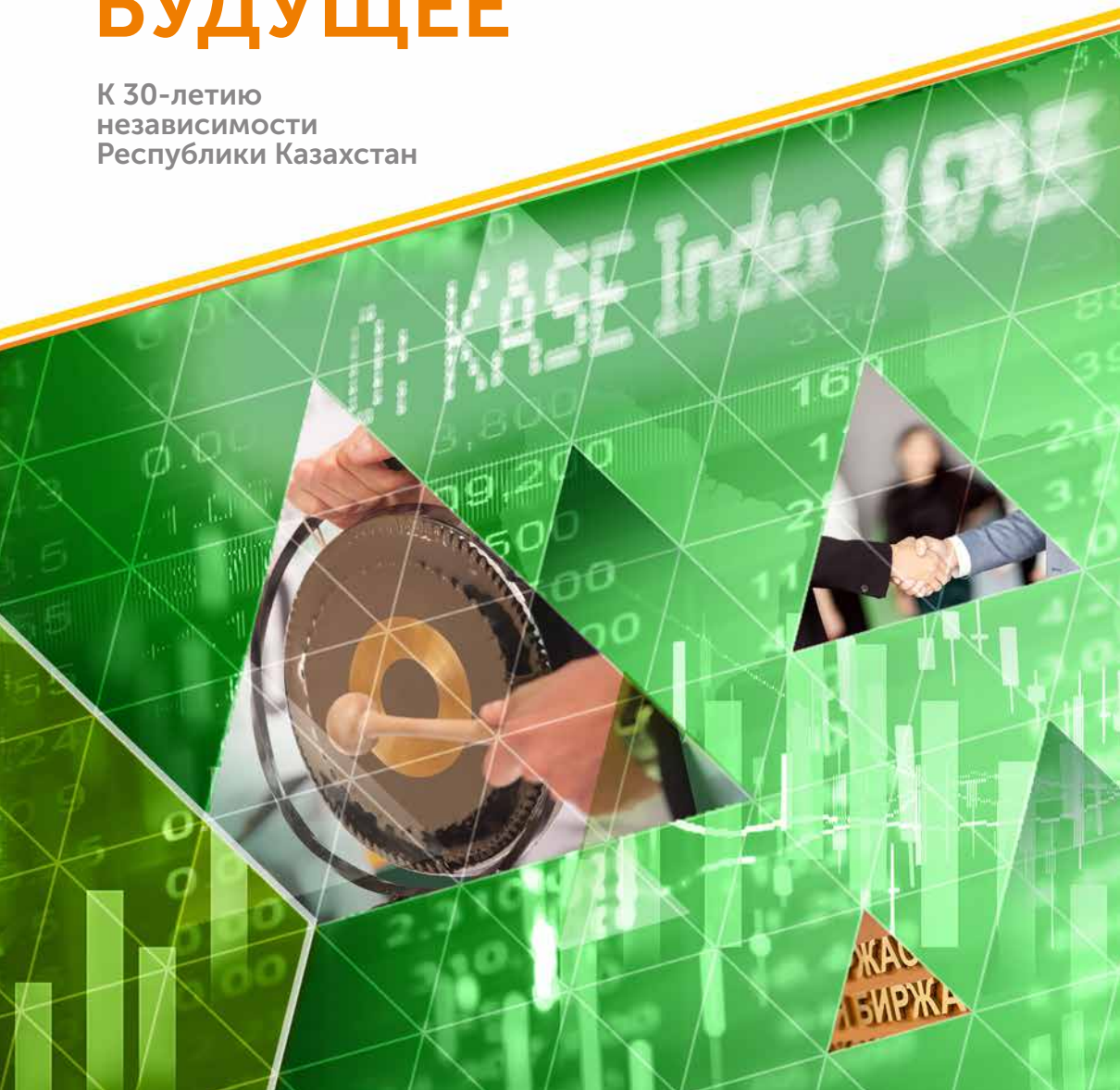


# КАК СОЗДАВАЛОСЬ БУДУЩЕЕ

К 30-летию  
независимости  
Республики Казахстан











# КАК СОЗДАВАЛОСЬ БУДУЩЕЕ

Второе издание,  
посвященное  
30-летию независимости  
Республики Казахстан

АЛМАТЫ  
2021



## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

Казахстанская фондовая биржа рада представить вам второе, дополненное издание книги «Как создавалось будущее», 2021 года. Первое издание 2018 года было приурочено к 25-летию KASE. История развития биржи воссоздавалась по воспоминаниям почти сотни участников событий, официальным документам и многочисленным публикациям в СМИ.

Книга вызвала большой интерес у финансового сообщества, студенчества, у читателей, интересующихся историей страны. Написанная в контексте летописи страны, книга охватила важнейшие события с исторического для Казахстана 1991 года – года обретения независимости и принятия Конституционного закона «О государственной независимости Республики Казахстан». На пути к суверенитету была проведена непростая работа по построению государственных и экономических институтов, системы национальной безопасности, финансовой и биржевой инфраструктуры. Национальная валюта, на которую республика перешла 15 ноября 1993 года, окончательно сформировала самостоятельную экономическую политику страны. Спустя всего два дня после выхода в обращение национальной валюты – 17 ноября 1993 года – была создана Казахская межбанковская валютная биржа, где прошли первые торги тенге. Дата стала фактическим днем рождения KASE. Сегодня биржа прошла несколько этапов модернизации и продолжает динамично развиваться, внося свой весомый вклад в экономику Казахстана.

С момента выхода первого издания книги на Казахстанской фондовой бирже прошли важные события, которые дали новый импульс развитию не только KASE, но и всего фондового рынка страны. Одно из таких событий – стратегическое партнерство KASE и Московской биржи. Благодаря этому KASE успешно провела IT-модернизацию, внедрила услуги Центрального контрагента, запустила торги новыми инструментами и продолжает развивать биржевые услуги.

Надеемся, что новое, дополненное издание будет также тепло принято читателями и станет их настольной книгой.

Мы благодарны всем нашим коллегам, партнерам, финансовым регуляторам, которые откликнулись на нашу просьбу и поддержали проект своими воспоминаниями, поделились фактами, документами, личными историями. Это позволило нам сделать возвращение в недавнее прошлое KASE и фондового рынка страны познавательным и увлекательным.

Мы сердечно поздравляем наших соавторов и всех казахстанцев с 30-летием независимости Казахстана, желаем успехов и новых свершений на благо нашей Родины.

**KASE**



**K**▲**SE**





Глава 1

# В НАЧАЛЕ БЫЛ ТЕНГЕ

НОВОЙ ВАЛЮТЕ – НОВАЯ БИРЖА

ЦЕНА МЕЖЗАЧЕТА

ПЕРВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

СПОК КАК ОТВЕТ КРИЗИСУ

## Глава 1.

# В НАЧАЛЕ БЫЛ ТЕНГЕ

В истории становления независимости Казахстана 1993 год стоит на финансовом постаменте. С введением в обращение национальной валюты 15 ноября окончательно был закреплен суверенитет страны, а экономика Казахстана получила базовый, один из фундаментальных факторов финансовой и экономической независимости.

Фактически было завершено формирование независимой, цельной финансовой системы страны. Ее краеугольным камнем, в одном ряду с Национальным Банком, Министерством финансов и банками второго уровня, стала валютная биржа. Официально она была создана как самостоятельное юридическое лицо спустя два дня после перехода Казахстана на тенге – 17 ноября 1993 года. Эта дата вошла в историю финансовой системы Казахстана как день рождения KASE. Как говорилось в официальных материалах об учреждении «Казахской межбанковской валютной биржи» (КМВБ), основными задачами, поставленными перед ней на тот момент, являлись организация и развитие национального валютного рынка в связи с введением тенге.

Этому предшествовала системная, целенаправленная работа. С момента объявления независимости – 16 декабря 1991 года – государство форсировано формировало атрибуты суверенитета: символику, законодательную базу, очерчивало государственную границу, создавало институты власти, формировало экономическую и финансовую инфраструктуру. Но именно создание независимой финансовой системы с собственной валютой и институтами обеспечило фактическую самостоятельность в проведении экономической политики.

В июне 1992 года была принята «Стратегия становления Казахстана как суверенного государства»<sup>1</sup>, а чуть ранее был сформирован законодательный пакет, в который входили и законы, регламентирующие финансовую деятельность: «О банках»<sup>2</sup>, «Об обращении ценных бумаг и фондовой бирже»<sup>3</sup>, «О валютном регулировании»<sup>4</sup>. Тогда же были созданы Государственная комиссия Республики Казахстан по введению национальной валюты, которую возглавил Премьер-министр Казахстана Сергей Терещенко, а также рабочая группа по разработке расчетов и деталей самого проекта. В состав группы, которой руководил первый вице-премьер Даулет Сембаев, вошли Ораз Жандосов, Людмила Володина, Умирзак Шукеев, Валентин Назаров, Виктор Соболев и Григорий Марченко.

Ускорение перехода на национальную валюту было обусловлено сложнейшими экономическими условиями, в которых оказалась республика. К моменту ввода тенге уровень гиперинфляции оценивался в 2 165%. По сравнению с 1992 годом спад ВВП достиг 40%, а уровень производства упал на 9,2%. К 1993 году курс доллара США достиг 990 рублей. Ситуация стала еще более катастрофической после 26 июля 1993 года, когда несмотря на имеющиеся с

Казахстаном договоренности, Россия в одностороннем порядке ввела рубль нового образца, взамен окончательно обесценившегося советского.

*Тогда всем стало очевидно, что промедление с переходом на собственную валюту грозило экономической катастрофой. «Мы написали секретный документ Президенту, перечислили все «за» и «против» и внесли предложение о прекращении переговоров и сосредоточении усилий на введении собственной национальной валюты, – вспоминает тот период **Даулет Сембаев**<sup>5</sup>. – Дело в том, что мы уже предполагали такой исход и разработали дизайн, решили технические вопросы изготовления банкнот и готовились к введению собственной валюты. Поэтому к этому времени она уже была отпечатана и ввезена в республику. Президент создал правительственную комиссию, в составе которой была организована рабочая группа, написавшая весь сценарий введения тенге. Это был самый сложный комплекс политических, экономических, технических и организационных мер в условиях, когда Казахстан превратился просто в яму для сваливания купюр старого образца. Всю дальнейшую работу по введению тенге за пять дней выполнили специалисты Национального Банка и банков второго уровня. Люди буквально падали от усталости, но мы были вынуждены за очень короткое время завершить обмен с тем, чтобы отсечь лишние деньги, вынести их на специальные счета до выяснения источников происхождения»<sup>6</sup>.*

При введении тенге были приняты определенные меры по соблюдению его легитимности. Казахстан провел переговоры с международными финансовыми организациями. 3 ноября 1993 года с Россией было заключено соглашение «О взаимных обязательствах и взаимной поддержке в связи с введением национальных денежных знаков Республикой Казахстан». Руководство соседних стран также было проинформировано о предстоящем событии. Был решен целый ряд дипломатических, внешнеторговых и организационных вопросов.

Национальная валюта была доставлена по регионам, старые советские рубли приняты и пересчитаны. Согласно обнародованным данным, казахстанцы принесли на обмен более триллиона старых советских рублей. История тенге началась...

## НОВОЙ ВАЛЮТЕ – НОВАЯ БИРЖА

До рождения тенге торги иностранной валютой, которая начала свое рыночное обращение в республике с приходом независимости, обеспечивало специальное подразделение Национального Банка – Центр проведения межбанковских валютных операций (Валютная биржа). Инициатива его создания принадлежит Дуйсену Шиндаулетову – он имел опыт работы в банках, был знаком с деятельностью ВЭБ СССР и ВТБ СССР и искренне хотел создать

в Казахстане биржу, аналогичную мировым финансовым гигантам. В начале 1992 года его идея была поддержана Председателем Правления Национального Банка Галымом Байназаровым<sup>7</sup>, и уже к лету того же года завершилась разработка регламентирующих документов. 23 июня Центр провел первые торги долларом США, которые впоследствии стали регулярными. Первая команда Центра – Дуйсен Шиндаулетов, Нурлан Амиржанов, Арман Ботпаев, Бакытжан Конкашев, Гульнара Сахипова – были настоящими профессионалами своего дела, поэтому к моменту появления КМВБ ее предшественник представлял собой довольно продвинутую в организационном и техническом плане площадку, где проводились регулярные торги долларом США и немецкой маркой<sup>8</sup>.

Однако появление национальной валюты требовало дальнейшего развития валютного рынка, поэтому было необходимо придать центру, который не являлся самостоятельным юридическим лицом, статус самостоятельной биржи. В 1993 году Национальный Банк предложил возглавить Валютную биржу Зейнулле Какимжанову<sup>9</sup>.

*«Для придания юридической независимости торговой площадке требовались перемены. Одним из важных решений была реализация идеи акционирования биржи и устранение конфликта интересов для статуса Национального Банка, – вспоминал эти события **Бакытжан Конкашев**, который в 1993 году возглавлял отдел программного обеспечения Центра проведения межбанковских валютных операций. – Идею акционирования поддержали коммерческие банки и Национальный Банк. В итоге это привело к открытию новой эры в истории биржи. Довольно быстро – 17 ноября 1993 года – биржа была создана как самостоятельное юридическое лицо. Нацбанк же при этом получил такой же пакет акций, как и другие банки учредители, но за ним также была закреплена «золотая акция», которая дала ему «право вето» на принятие решений на общем собрании акционеров. Финансовый рынок страны – зона ответственности Нацбанка, и он не должен допускать каких-то сильных колебаний, влияний, спекуляций. Вслед за акционированием биржи произошла и смена руководства биржи, Шиндаулетова сменил Зейнулла Какимжанов»<sup>10</sup>.*

В то время многое происходило на энтузиазме и делалось, порой, по наитию. У людей, горевших идеей развития национальных структур, институтов независимости, было внутреннее понимание того, как это должно быть в идеале, какие принципы должны быть заложены. Недостаток специальных знаний компенсировался изучением лучшего опыта других стран и государств, проходивших тот же путь становления независимости, и адаптированным переносом на казахстанские реалии. Действовали быстро, и, хотя многие документы писались в срочном порядке, они были основательными и впоследствии работали долгие годы, фактически составив основу законодательной базы экономики страны. Так «родился» и первый устав биржи. Его авторами стали Азамат Джолдасбеков<sup>11</sup>, в то время работник одного из коммерческих банков, Сауат Мынбаев<sup>12</sup> и Ерлан Баймуратов<sup>13</sup>.

«Изучив опыт Московской биржи, Нацбанк принял решение акционировать свое подразделение и сделать из него биржу, – вспоминает **Азамат Джолдасбеков** тот важный для истории KASE момент. – Поскольку это была инициатива центрального банка, то она была воспринята очень хорошо. 24 банка, включая Национальный, собрались и 17 ноября учредили биржу как самостоятельное юридическое лицо. За несколько часов мы написали ее устав и отдали его на биржу, чтобы та занялась своей регистрацией. Особо ничего не изобретали, но договорились сразу, что будет действовать главный принцип: «один акционер – это один голос». То есть, во-первых, количество акций изначально поделили на всех поровну. И во-вторых, на будущее приняли решение, что, если даже у кого-то из акционеров количество акций будет меняться, принцип останется прежним – у каждого по одному голосу»<sup>14</sup>.

Для первых биржевых торгов вопрос определения конвертации, стартового курса национальной валюты к доллару США стал ключевым. «Особое внимание было уделено процедурным вопросам: доставке новой валюты на места, установлению срока, лимита обмена, объемам конвертации банковских счетов и других финансовых активов, а также коэффициенту, который установили в отношении 1:500. (Курс к доллару составил 4,7 тенге). Было установлено, что тенге становится законным платежным средством с первого дня начала обмена», – так описывалась эта задача в книге НБРК «10 лет национальной валюте Республики Казахстан».

Этой теме уделил внимание и президент **Нурсултан Назарбаев** в своей книге «Казахстанский путь»<sup>15</sup>: «По мере работы над введением тенге появились новые проблемы, о которых мы просто не задумывались ранее – выбор валютного режима и валютного курса. Опять началось обсуждение всех «за» и «против» при различных вариантах: при плавающем курсе, при курсе контролируемого плавания в пределах диапазона, привязка к одной валюте (доллару США) или привязка к корзине валют. Остановились на режиме управляемого плавания курса на валютном рынке. Предполагалось ввести фиксированный курс тенге с ежемесячной девальвацией на 2–3% в том случае, если валютных резервов страны будет недостаточно для эффективного управления валютным курсом».

Вопрос определения базового курса тенге к доллару США для запуска торгов обсуждался и на учредительном собрании биржи 17 ноября 1993 года. Для первых торгов на бирже курс определили так: курс рубля к доллару США, который сложился в Казахстане в начале сентября (еще до массового напыла рублей из соседних республик), поделили его на 500 и получили первый рыночный курс тенге – 4,94. Была создана базовая цифра, без которой было невозможно начать и провести первые торги.

Так 17 ноября 1993 года официально была создана, а 30 декабря того же года зарегистрирована как юридическое лицо «Казахская межбанковская валютная биржа». На учредительном собрании также был создан Биржевой со-

вет, который в промежутках между общими собраниями являлся высшим органом управления биржи. В Биржевой совет по решению собрания избирались представители акционеров<sup>16</sup>.

Два дня спустя после создания биржи – 19 ноября 1993 года – на ее торговой площадке прошли первые, исторические валютные торги по паре американский доллар – тенге. Объем торгов составил 300 тыс. долларов США. Курс сложился на уровне 4,68 тенге за один доллар США. Продавцом долларов выступил Национальный Банк РК, а первым покупателем стал «Казкредсоцбанк»<sup>17</sup>. Торги были голосовые, с шагом в 1 тиын и проходили методом фиксинга: когда спрос и предложения сравнивались, курс фиксировался.

26 ноября 1993 года прошли первые торги российским рублем. Курс был зафиксирован на уровне 3,84 тенге за 1 000 рублей.

Тогда расчеты на бирже занимали минимум два дня. Для покупки валюты было необходимо предварительно зачислить тенге на счет биржи. Покупатель получал приобретенную валюту непосредственно от продавца (не через биржу) на следующий рабочий день после заключения сделки. По российским рублям срок расчетов мог достигать 15 дней. Первоначально торги проводились один раз в неделю, как правило, по пятницам, причем голосовым способом. Дилеры банков-участников торгов поднимали таблички с регистрационными номерами и «объявляли» свой курс покупки или продажи валюты.

До конца года на биржевой площадке было проведено еще пять торгов с долларами США, на последних из которых был зафиксирован курс в 6,31 тенге. Что касается внебиржевого рынка, то в первый день существования тенге, по разным источникам, за доллар США давали 4,5 тенге, а в декабре – уже 5,82 тенге. Новорожденная валюта начала постепенно дешеветь. Но самое первое и серьезное на тот момент испытание тенге ожидало в 1994 году.

## ЦЕНА МЕЖЗАЧЕТА

Введение тенге породило законную и обоснованную надежду на то, что теперь республика точно будет сама определять финансовую политику и не допустит повторения ситуации, когда решения принимаются в других столицах и сводят на нет все попытки преодолеть в национальной экономике последствия развала СССР. Понимания угроз глобального мира в тот момент почти ни у кого не было.

*«Многие наши кадры из старой когорты не понимали необратимости происходящего. Будучи закрытыми от всего мира на протяжении стольких лет, мы не представляли угрозы глобализации в полной мере, – вспоминал время обретения суверенитета **Нурсултан Назарбаев** в своей книге «Казахстанский путь». – Впрочем, как и ее возможности. У нас не было своего рода «опыта существования» в открытом мире».*

Не было и понимания того, что провозглашение открытой рыночной экономики несет испытания, обусловленные этой самой открытостью: тенге, как и вся экономика, будет реагировать на изменения в экономической ситуации не только у соседей по континенту, но и всего глобального мира.

Разница – и существенная – лишь в том, что решения о том, как реагировать на вызовы, риски и кризисы, какие меры принимать, чем отвечать, теперь были за Правительством Казахстана и Национальным Банком. Было бы наивно ожидать, что в стране без практического опыта рыночных решений все шаги будут безупречны, точны, все факторы и риски будут учтены. И 1994 год, как никакой другой, показал, что учиться придется на собственных ошибках и опыте. Но тем они и ценнее...

Скольжение тенге вниз, наметившееся практически сразу после введения национальной валюты, старались предотвратить административными мерами. Чтобы стабилизировать курс тенге к доллару США в январе 1994 года для всех предприятий была временно введена обязательная продажа 50% валютной выручки от экспорта товаров, работ, услуг. Это позитивно сказалось на объемах биржевых торгов и ликвидности валютного рынка, а курс доллара к февралю остановился на уровне 11 тенге. Но биржа постепенно расширяла поле деятельности. Со 2 февраля 1994 года валютные торги стали проводиться дважды в неделю – по вторникам и четвергам. 14 июля состоялись первые исторические торги маркой ФРГ. Их объем в тот день составил 200 000 марок ФРГ. Курс сложился на уровне 29,78 тенге за одну марку. Еще одно важное событие состоялось в октябре 1994 года, когда был открыт первый корреспондентский счет биржи в долларах США и совершен переход на расчеты в американской валюте по схеме T+0.

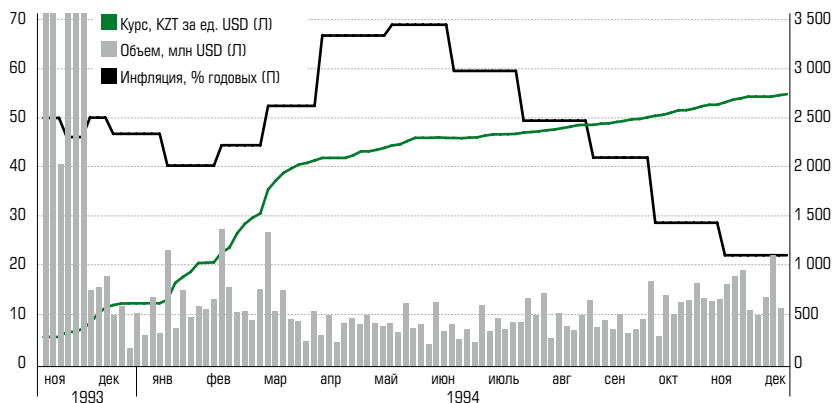
В это же время биржа активно развивала свою инфраструктуру, устанавливала корреспондентские отношения.

*«К середине 1994 года на бирже появилась первая система, которая позволяла получать онлайн-выписки по корреспондентскому счету в Нацбанке в тенге, – вспоминает Наталья Хорошевская, ныне заместитель Председателя Правления KASE. – Мы практически в режиме реального времени могли видеть, какой из банков какую сумму в тенге зачислил в качестве предоплаты для того, чтобы участвовать в биржевых торгах. Это был прорыв номер один. Прорыв номер два – установление корреспондентских отношений с иностранными банками. К концу 1995 года биржа прекратила развозку платежных поручений. Были заключены договоры о корреспондентских отношениях с иностранными банками. Как только это произошло, биржа стала центральной стороной расчетов по торгам иностранными валютами. Тогда же Нацбанк заключил соглашение с биржей, что она сможет подключиться к самой используемой в мире системе межбанковских платежей SWIFT. В конце 1994 – начале 1995 года биржа и расчетная палата были интегрированы в общую казахстанскую платежную систему. Нам достаточно быстро удалось создать корреспондентскую сеть. Это были американские, европейские банки, потому что расчеты шли в долларах США и марках ФРГ, и российские банки – для расчетов в рублях. Эти три валюты были первыми»<sup>18</sup>.*

В 1994 году Правительство Казахстана попыталось «расшить» проблему кризиса неплатежей, который за предыдущие пару лет приобрел катастрофические размеры. Предприятия, не имея на счетах денег, не могли оплачивать услуги и товары партнеров и поставщиков, которые в ответ, не получая средств за выполненную работу, также не могли ни с кем проводить расчеты. Возник замкнутый круг: производства работали на склад, не получая денег за свою продукцию. Какое-то время помогали схемы бартера, но все понимали, что без денег предприятия не выживут. В целом по республике сумма неплатежей измерялась триллионами рублей (уже был тенге, но старые долги считали в рублях). Поэтому правительство приняло решение провести межотраслевой зачет взаимных требований. Способ был простым: прямая эмиссия денег на счета предприятий на пополнение их оборотного капитала под низкую процентную ставку. Это привело к тому, что только за март 1994 года денежная масса достигла 58 млрд тенге, что было в 3,8 раза больше, чем в феврале и в семь раз превышало показатель на начало 1994 года.

*Кредиты были целевые: на завершение расчетов по картотеке №2 (неоплаченные платежные требования к счету предприятия). «Думали, что все погасят долги, и в итоге все нормализуется. Но вышло наоборот: все деньги вылились на свободный денежный рынок, и доллар с 4,7 тенге за у.е. сразу взлетел до 40, – приводит данные член Совета директоров АО «Банк ЦентрКредит» **Владислав Ли**<sup>19</sup>, входивший в то время в Биржевой совет. – К середине 1994 года нацвалюта обесценилась в десять раз! Такова цена межзачета: хлынули деньги, не обеспеченные товарной массой»<sup>20</sup>.*

### ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА США К ТЕНГЕ, ОБЪЕМ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ ПО ДОЛЛАРУ США В 1993—1994 ГОДАХ И УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ



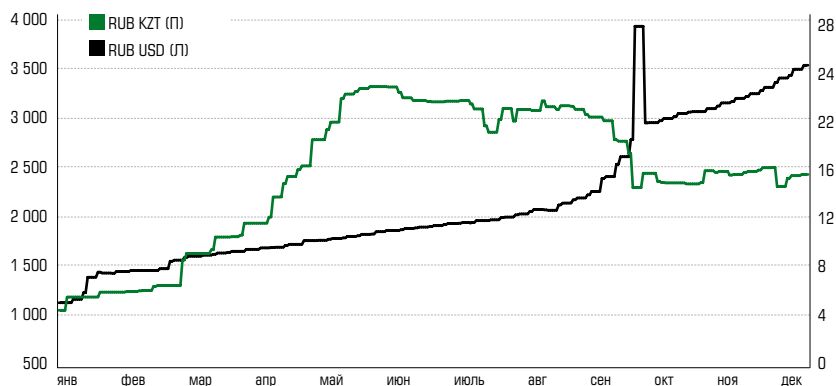


То есть, вместо того чтобы начать платить по долгам и решать проблему взаимных неплатежей, предприятия и банки вывели эти деньги на биржу, стремясь сконвертировать их в доллары, чтобы получить прибыль на коммерческих операциях с импортом, а также за счет курсовой разницы. Это отразилось на курсе тенге. К 1 июня за один доллар США давали 40,73 тенге. По данным биржи, всего за четыре месяца курс тенге к доллару США упал с 11,58 до 43,29 – почти на 274%!

К концу 1994 года доллар США подорожал более чем в десять раз – до 54,26 тенге. Обесценение национальной валюты сопровождалось гиперинфляцией в стране, которая в 1993 году достигла 2 169,8%, в 1994 году – 1 160,3% (по другим источникам – 1 158,3%). Но изменение курса тенге было ничтожным, по сравнению с пережитым ранее катастрофическим обесцениванием российского рубля. К тому же, население еще не привыкло к новой валюте, доллары в то время использовали немногие, а изначальный курс 4,7 тенге за один доллар США держался очень короткое время.

В итоге из выделенных предприятиям в рамках межзачета заемных средств в бюджет вернулось лишь 22%. Другим стрессовым событием года стал «импортированный кризис» – обвальное падение рубля по отношению к доллару США 11 октября 1994 года. Дата получила название «черный вторник». В тот день на «Московской межбанковской валютной бирже»<sup>21</sup> курс доллара США вырос с 2 833 до 3 926 рублей. За него, согласно заключению специально созданной комиссии, за «раскоординированность, несвоевременность, а порой и некомпетентность решений и действий федеральных органов власти»<sup>22</sup> своими должностями заплатились председатель ЦБ России Виктор Геращенко, а также и.о. министра финансов РФ Сергей Дубинин.

### ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ТЕНГЕ И РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США В 1994 ГОДУ



Это событие, так же, как и межзачет, сказалось и на волатильности пары тенге – рубль. Если в момент введения тенге, за тысячу российских рублей давали 3,89 тенге, в январе – 5,74, в июне был достигнут максимум – 22,7 тенге (следствие межзачета), то в октябре он составил 16,67, в ноябре – 15,87 тенге. В следующем году рубль продолжил падение. Учитывая сохраняющиеся тесные экономические и человеческие связи двух государств, такая неустойчивость валютной пары и высокая волатильность рынка негативно сказывалась на всей экономической ситуации в стране. И хотя 14 октября 1994 года («красный четверг») курс рубля практически вернулся к прежнему уровню – 2 994 рубля за один доллар США, это был тот самый урок, который предстояло усвоить навсегда: внешние шоки и риски имеют свойства самым серьезным образом влиять на внутреннюю экономическую ситуацию. С чем впоследствии Казахстану и молодой валюте еще не раз придется столкнуться. Но выбор все-таки был сделан однозначный – в пользу рыночной экономики с развитой финансовой системой, составляющей частью которой должен был стать биржевой финансовый рынок.

## ПЕРВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

После испытаний предыдущего года наступивший 1995-й был почти спокойным. Слабое «покачивание» валютной синусоиды было, скорее, легкой рябью на валютном рынке в сравнении со штормами года-предшественника. Пара доллар – тенге весь год колебалась в коридоре от 55,43 тенге за доллар США, стартовав с этой позиции в январе, до декабрьских 63,97 тенге. Следуя за изменениями в спросе и предложении на рынке, курс плавно поднимался до июня, потом постепенно снижался до августа и вырос до вышеназванной отметки в декабре.

По паре рубль – тенге эта синусоида была с меньшим шагом. Стартовав с отметки 14,83 тенге за 1 000 рублей по итогам января, пара на протяжении всего года была ближе к отметке в 13 тенге. Минимум был зафиксирован в мае – 12,26 за российскую тысячу, а год был завершён показателем в 13,86 тенге. Можно сказать, что волатильность курса финансовым властям страны удалось обуздать.

Возросшее доверие к национальной валюте, улучшение сальдо торгового баланса, уменьшение трансфертов мигрантов, а также введение новых, более доходных финансовых инструментов, свело на нет фактор повышенного спроса на иностранную валюту. Это позволило уменьшить обязательную продажу валютной выручки с 50% до 30%, а затем и отменить ее вовсе.

Другая существенная победа – снижение уровня инфляции в 1995 году до 59,93%. Сегодня это кажется очень высоким показателем. Но смотря с чем сравнивать: по отношению к 1994 году этот уровень был меньше на 1 100,33%.

Биржа тоже внесла свою лепту в стабилизацию валютного рынка. Уже 19 января 1995 года режим валютных торгов изменился: они стали проводиться трижды в неделю – по вторникам, четвергам и пятницам. С 15 мая биржа

перешла на ежедневный режим проведения торгов иностранными валютами. Что это значило для рынка? Ответ очевиден – регулярные торги, проводимые по понятным правилам, означали возросшую доступность валюты для бизнеса, физических лиц (через обменные пункты) в любом количестве и в любое время. Заработал очень важный рыночный механизм, рынок стабилизировался. Оснований для дефицита валюты и ажиотажного спроса на нее практически не осталось.

*Достаточно подробное описание рабочего дня торгового зала того времени дал нынешний директор Департамента торгов KASE, работавший на бирже с 1995 года, **Ермек Мажекенов**: «В торговом зале было около 15–20 столов, за которыми сидели трейдеры от каждого банка. Они собственноручно заполняли бланки предварительной подачи заявки. После приема заявок биржа формировала сводную ведомость, и маклер выводил эти данные на большой экран телевизора, а именно какой сложился спрос и предложение. Если спрос превышал предложение, то цена двигалась в сторону повышения, и наоборот, – это законы рынка. Когда в ходе торгов спрос был равен предложению, то фиксировался курс, и торги объявлялись закрытыми, а трейдерам банков выдавались биржевые свидетельства, на основании которых банку необходимо было перечислить ту или иную валюту для расчетов. Каким будет шаг торгов – решалось большинством голосов. Вначале это были тиены – один, пять, десять... Тогда были небольшие суммы – 1 млн, 5 млн долларов. Но с каждым годом они увеличивались. Доходило и до 10 млн. Помню, что в тех случаях, когда объем торгов в день превышал 10 млн, биржа угощала всех участников торгов шампанским»<sup>23</sup>.*

Биржа тем временем наращивала и свой инструментарий, опробовав торги так называемыми «мягкими валютами». Первые результативные торги киргизским сомом состоялись 23 февраля 1995 года. Курс составил 5,3 тенге за сом, а объем торгов – 540 тыс. сомов. Первые и единственные результативные торги украинским карбованцем состоялись 7 апреля того же года. За 10 тыс. карбованцев рассчитывались по курсу 4,5 тенге. Объем торгов в тот день составил 16 068 млн карбованцев.

В июне 1995 года биржа была принята в международную межбанковскую систему передачи информации и совершения платежей SWIFT<sup>24</sup>. Это позволило бирже не только автоматизировать работу расчетной палаты и тем самым ускорить выполнение поручений клиентов, но и проводить платежи практически по всему миру, обмениваясь информацией, не опасаясь за ее защищенность, поскольку все сведения передаются по зашифрованным каналам. В настоящее время через SWIFT ежедневно проходит более миллиона транзакций о денежных переводах, межбанковских платежах, ценных бумагах, и KASE по-прежнему состоит в этой глобальной системе.

Коренные изменения претерпел организационный механизм биржевых торгов. 7 августа 1995 года устаревший фиксинг заменили методом

## ОТ МЕЛА И ДОСКИ – К ТОРГАМ В РЕЖИМЕ УДАЛЕННОГО ДОСТУПА

Эволюция торговой системы современной KASE началась именно на валютной площадке. Первые торги еще в Центре проведения межбанковских валютных операций проводились голосовым способом, а их результаты записывались мелом на доске.

«Перед моей службой стояла задача автоматизировать процесс торгов, торговые места дилеров, отказаться от бумажных заявок и голосовых торгов, а заявки формировать в электронном виде, – рассказал Бакытжан Конкашев, который в 1993 году возглавлял отдел программного обеспечения Центра проведения межбанковских валютных операций. – Для решения этих задач был необходим более продвинутый уровень программирования – компьютерная техника стремительно начала входить в нашу работу и повседневную жизнь. Заниматься совершенствованием программы для торгов я сам уже не мог – нарастал документооборот, необходимо было решать вопросы организационного, технического характера. Поэтому мы объявили конкурс и приняли инженера-программиста Иделя Сабитова. Идель написал программу для сетевых компьютерных торгов в зале, где у каждого банка было свое место для дилеров»<sup>35</sup>.

Сегодня Идель Сабитов занимает должность заместителя Председателя Правления АО «Казахстанская фондовая биржа». Им же была создана первая электронная система ведения торгов валютами методом встречного аукциона. Написанная с помощью системы программирования C++<sup>36</sup>, она была запущена в октябре 1995 года для торгов долларом США и маркой ФРГ. С 21 марта 1996 года метод непрерывного встречного аукциона, посредством электронного способа ввода и обработки заявок стал окончательно применяться в качестве основного метода торгов валюта-

ми. Фиксинг и голосовой метод остались в арсенале биржи только в качестве резервных методов торгов.

Параллельно шло наращивание аппаратно-технического потенциала биржи. В 1995 году с «прицелом» на расширение деятельности биржи торговлей ценными бумагами было принято решение о покупке современного оборудования и Автоматизированной системы торговли финансовыми инструментами (АСТ), разработанной австралийской фирмой «Financial Markets Software Consultance». Инсталляцию и тестирование осуществляла фирма-интегратор CMA Small Systems AB (Швеция). На эти цели было направлено около одного миллиона долларов США из собственного капитала биржи. В торговом зале было установлено 30 новых компьютеров Hewlett Packard, и каждый участник торгов получил персональное рабочее место. Компьютеры были мощными по тем временам: процессор Intel Pentium 75 МГц, память 4 МБ, диск 250 МБ и сервер HP 9000. Только две биржи в СНГ – KASE и ММВБ – располагали такими техническими возможностями.

Несмотря на все преимущества, купленный программный продукт АСТ представлял собой замкнутую торгово-депозитарную систему, которую практически невозможно было адаптировать под постоянно меняющееся казахстанское законодательство. Рынок активно развивался, регулирование совершенствовалось, и АСТ своей «неповоротливостью» сдерживала развитие биржи. Поэтому в течение третьего квартала 1997 года работниками биржи – Вячеславом Кононенко и Александром Гаврилюком – на языке C++ было разработано собственное программное обеспечение «Универсальный торговый модуль», которое позволяло работать с внешними расчетно-депозитарными системами и интегрировать торговлю

валютами и ценными бумагами. Ввод собственной торговой системы в эксплуатацию в 1998 году сделал возможным участие в торгах членов биржи в режиме удаленного доступа, а также организацию передачи данных о торгах в режиме реального времени на терминалы Reuters, а позже – BLOOMBERG<sup>36</sup> и в Интернет.

Первым клиентом биржи в режиме удаленного доступа стал Казахский акционерный агропромышленный банк<sup>37</sup>, 19 августа 1998 года к ней подключился Национальный Банк Республики Казахстан, а 1 сентября – Народный сберегательный банк Казахстана.

Сейчас это программное обеспечение, значительно модернизированное, непрерывно адаптируемое под действующее законодательство и текущие по-

требности членов биржи, обслуживает биржевой рынок ценных бумаг, рынки операций репо и деривативов.

«Начиная с 2010 года, на бирже активно обсуждался вариант приобретения сторонних технологий для модернизации ИТ. После нескольких обсуждений в 2012 году KASE приняла решение модернизировать ИТ, используя штат собственных специалистов. Стартовали с валютного рынка. В 2013-м начали разрабатывать, а в 2015 году запустили систему следующего поколения NEXT, – вспоминает Идель Сабитов.<sup>38</sup> – Система АСТ обросла большим функционалом и по-прежнему работает на фондовом и денежном рынках. По мере накопления опыта, необходимость снижения рисков нерасчетов становилась все более актуальной. Сейчас АСТ-система обслуживает режимы торгов T+0 и T+2».



*Результаты голосования акционеров КМВФБ за внедрение электронной торговой системы, 1995 год*

франкфуртского аукциона, который повышал прозрачность биржевых сделок. Первыми по этому методу прошли торги долларом США. С 16 августа стартовали послеобеденные торги долларом США с сохранением расчетов по схеме T+0. Фактически биржа вышла на существующий и поныне режим торгов. Рост объемов и частоты торгов побудили биржу разработать электронную систему ввода и обработки заявок. Система, в основу которой был положен метод непрерывного двойного аукциона, была запущена 27 октября 1995 года.

1996 год биржа встретила значительно окрепшей в профессиональном и технологическом плане, предлагая своим клиентам максимально возможную на тот момент скорость и надежность проведения торгов и расчетов. Этот год для финансового рынка и экономики выдался почти спокойным. Среднегодовой курс тенге составил 67,3 тенге за один доллар США и 13,7 тенге – за 1 000 рублей. Индекс потребительских цен за 1996 год был зафиксирован на отметке 128,7%, снижение – на 31,6 пункта в сравнении с показателем годом ранее. Индекс цен производителей промышленной продукции снизился за год со 156,2 до 118,5%. Общий объем экспортно-импортных операций достиг 11,6 млрд долларов США – рост за год на 9,4%.

В 1996 году стало понятно, как работает неинфляционный механизм финансирования госбюджета, на который начали переход в 1994 году, и теперь убедились в его эффективности. Это стало возможным благодаря запуску внутреннего рынка государственных ценных бумаг. В 1996 году при объеме погашения в 57,4 млрд тенге, объемы размещения внутренних ГЦБ возросли с 16,9 до почти 63 млрд тенге. Эмиссия ГЦБ позволила не только решить проблему неинфляционного финансирования дефицита бюджета, но и стала эффективным средством регулирования денежного обращения, «связывая» избыточные средства. Валютный рынок стал напрямую зависеть от состояния рынка ГЦБ, поскольку именно через него привлекались казахстанские тенге, необходимые для операций на фондовом рынке. И через него средства, вырученные от погашения ГЦБ, инвестировались в иностранную валюту как в альтернативный финансовый инструмент. Более того, ГЦБ, особенно ноты Национального Банка, стали активно использоваться в качестве инструмента регулирования обменного курса.

Взвешенная политика правительства и финансового регулятора, не допуская губительных для рынка действий типа льготного кредитования и межзачета, обусловила и динамику обменного курса тенге – плавную и прогнозируемую. Это позволило запустить на финансовом рынке торговлю срочными контрактами на курс доллара США к тенге. Более того, иностранные валюты перестали быть объектом ажиотажного спроса, а операции с ними проводились не только в целях обслуживания внешней торговли, но и исходя из сберегательных и спекулятивных задач, в том числе в увязке с операциями на рынке ГЦБ. Во многом это стало возможным благодаря использованию на бирже электронного способа ввода и обработки заявок и применению банками дилинговых систем типа REUTERS Dealing<sup>25</sup>.

Характерный для 1996 года тренд – сокращение отрыва индекса курса доллара США от официального индекса инфляции и от индекса цен произво-

дителей промышленной продукции. В 1995 году он составил в процентном выражении 41,14 пункта и 37,04 пункта соответственно, а в 1996 году эти значения сократились до 13,78 и 3,58 пункта. В 1996 году впервые за последние годы был обеспечен рост валового внутреннего продукта по сравнению с предыдущим годом на 0,5%. Ставка рефинансирования НБРК, достигавшая в середине 1994 года 450–480%, снизилась более чем в 20 раз.

«Важной вехой стало принятие в июле 1996 года Казахстаном обязательств по 8 Статье Соглашения МВФ, что официально закрепило конвертируемость тенге по текущим операциям и позволило перейти к многосторонней системе платежей, свободной от ограничений», подвел итоги этого года НБРК<sup>26</sup>. В этом же году Казахстан одним из первых в СНГ принял Программу перехода банковской системы на международные стандарты в вопросах классификации активов, качества менеджмента, новых принципов и плана счетов бухгалтерского учета, а на Казахстанской фондовой бирже начались торги по валютным фьючерсам.

Развитие новых инструментов межбанковского финансового рынка и отмена 4 августа 1995 года обязательной продажи экспортной выручки на биржевых торгах для биржи вылились в обострение конкуренции с внебиржевым рынком, суммарный оборот сделок которого только по доллару США эксперты оценивали в 1 430 021 тыс. долларов США. Ответом на этот вызов стала дальнейшая работа по повышению качества биржевого сервиса, доступности и привлекательности площадки.

В 1996 году члены биржи категории «В» (с правом участия в торгах по иностранным валютам) были освобождены от уплаты вступительных членских взносов и минимальных гарантийных взносов – до достижения стоимостным лимитом открытых позиций одного участника эквивалента одного миллиона долларов США. Были утверждены новые Правила биржевой торговли иностранными валютами и регламент расчетов по ним, которые каждому участнику торгов дали возможность использования нескольких корреспондентских счетов в иностранных валютах одновременно с сохранением существующей скорости расчетов. С 4 ноября 1996 года биржа перешла на осуществление расчетов в марках ФРГ в режиме «поставка в день торгов» и активизировала корреспондентский счет в Deutsche Bank AG<sup>27</sup>.

В сфере организации расчетов не обошлось и без стрессовых событий. 4 июля российский банк-корреспондент биржи по расчетам в рублях – АКБ «Тверьуниверсалбанк» – объявил о неплатежеспособности и приостановке всех внутренних и внешних расчетных операций. Но накануне, вспоминает Айгуль Калдыбаева, бывшая в то время руководителем расчетной палаты, биржа разослала письмо-предупреждение о возможных проблемах банка членам биржи. Это позволило минимизировать их убытки и оградить биржу от судебных претензий.

Не все вняли предупреждению, и, по оценке правительства, общая сумма средств казахстанских банков, «зависших» на корсчетах в «Тверьуниверсалбанке», достигала 33–34 млрд рублей (около 6 млн долларов США). 8 июля 1996 года Биржевой совет постановил прекратить проведение тор-

## ОТ СПОТА К ФЬЮЧЕРСУ

Биржевой рынок иностранных валют стал не только тем сектором, с которого началась история KASE, но и тем полигоном, на котором биржевики начинали осваивать рынок срочных контрактов. Впервые торги этими инструментами были открыты 15 мая 1996 года.

«Курс к доллару США, наверное, для многих постсоветских стран – основной финансовый индикатор. К нему раньше очень много привязывалось контрактов, кредитных соглашений. Нам всегда казалось, что существует естественная среда для того, чтобы его, курс, хеджировать и спекулировать на нем, – мотивирует появление этого сектора Дамир Карасаев, президент ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» с апреля 1999 г. по апрель 2002 г. – Поэтому мы прилагали усилия для того, чтобы этот продукт заработал на бирже, а мы, как коммерческая организация, могли на этом зарабатывать, оказывая востребованный сервис. Когда мы запустили первые торги, то даже не все трейдеры понимали, как это работает. Суть инструмента в том, что когда изменяется курс, то и маржа меняется, которую нужно хранить по контракту. Сложный концепт, но потихоньку он развивался».

Это были трехмесячные беспоставочные фьючерсы на курс тенге к доллару США. Такой вид контракта позволял избавиться от риска неплатежа в иностранной валюте, избежать необходимости лицензирования, а также использовать его не только как инструмент хеджирования экспортно-импортных операций и предполагаемых доходов в тенге, но и как спекулятивный инструмент. В первых торгах приняли участие пять банков, которые заключили четыре сделки по июньскому фьючерсу.

Пытаясь повысить привлекательность фьючерсов, биржа снизила ставку депозитного маржирования с 3 до 1,5% и утвердила льготный порядок уплаты вступительных членских взносов для

небанковских организаций для работы в данном секторе. В августе того же года запустила торги недельные фьючерсом на доллар США в надежде на то, что это привлечет к торгам трейдеров, опасющихся долгосрочной игры, и тем самым послужит стимулом для развития срочного рынка. Однако по сверхкоротким фьючерсам было заключено лишь 20 сделок и в начале ноября их отменили.

Торги срочными контрактами, как и иностранной валютой, проводились методом двойного встречного аукциона в среде электронной торговой системы биржи. В ноябре – декабре 1996 года, когда курс доллара США к тенге резко пошел вверх, узость рынка фьючерсов не позволила его участникам ликвидировать убыточные позиции с наименьшими потерями и многие трейдеры предпочли уйти из этого сектора. Как результат, уже в 1997 году торговый оборот в нем снизился в 9,3 раза. Последний контракт был исполнен биржей 13 августа 1998 года, и позже трейдеры не проявляли интереса к сделкам в этом сегменте.

Для создания трейдерам максимального комфорта биржа пыталась выносить операции по фьючерсам в отдельное время, совмещать их в одной сессии с иностранной валютой, проводить голосовые торги методом фиксинга. Но, несмотря на агрессивную маркетинговую политику, на срочный рынок так и не пришли хеджеры – клиенты членов биржи, заинтересованные в страховании валютных рисков в своей внешнеторговой деятельности.

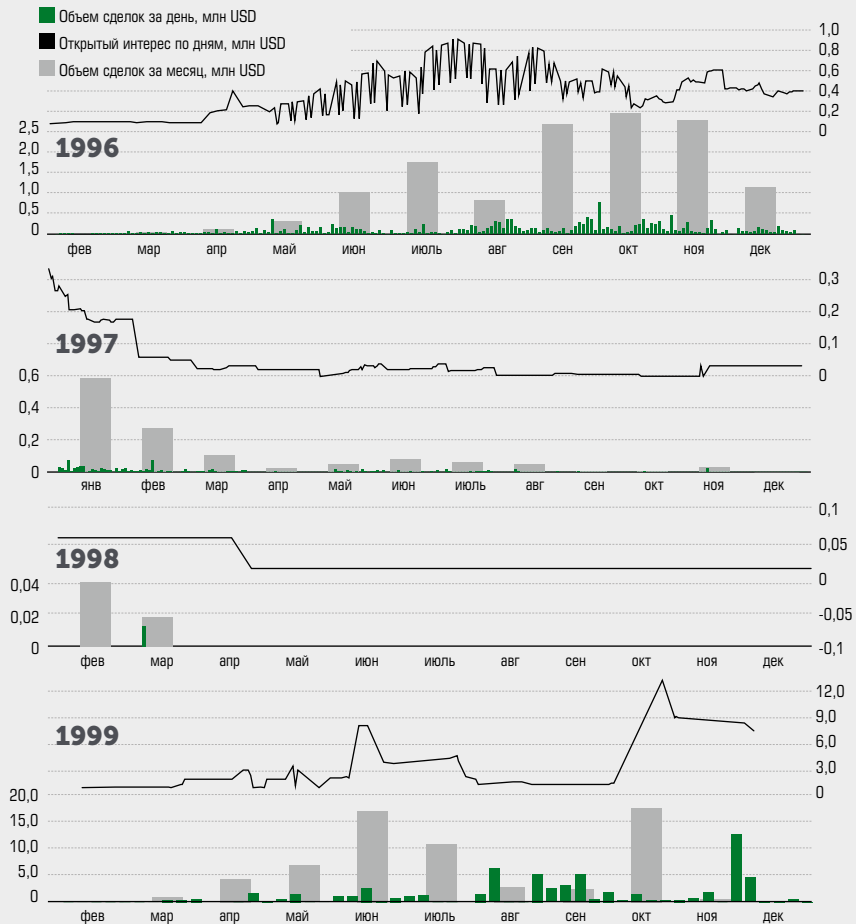
Вторая попытка организации нового сегмента, предпринятая KASE в марте 1999 года, закончилась так же, как и первая. 5 апреля 1999 года стало настоящим экзаменом для биржевого рынка срочных контрактов. В результате резкого скачка курса базового актива фьючерсов некоторые операторы срочного рынка оказались в кризисной ситуации, что заставило биржу значительно жесто-



чить требования к ее участникам. И хотя объем открытого интереса на биржевой фьючерсной площадке иногда достигал рекордных для того времени значений – 11 млн долларов США, в ноябре 2000 года KASE рассчитала и закрыла послед-

нюю позицию по ноябрьскому срочному контракту, а новых позиций участниками открыто не было. Дальнейшие попытки «раскачать» этот рынок на новом уровне возобновились уже только после наступления миллениума.

## ОБЪЕМ СДЕЛОК И ОТКРЫТОГО ИНТЕРЕСА ПО СРОЧНЫМ КОНТРАКТАМ ЗА ПЕРИОД 1996–1999 ГОДОВ

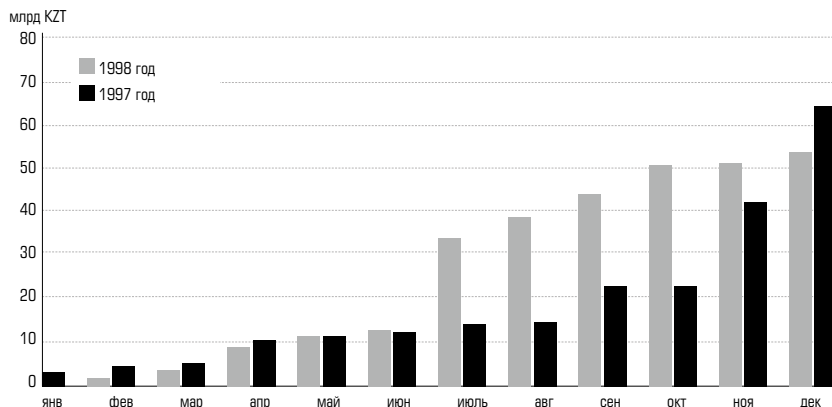


гов по российскому рублю и рекомендовал банкам – членам биржи перейти на расчеты с контрагентами из России в тенге и в свободно конвертируемых валютах. Эта история обошлась дорогой ценой. Работа биржи с банком-банкротом позволила вернуть лишь 2,4 млн тенге. Остаток задолженности перед членами биржи в размере 12,5 млн тенге был погашен за счет комиссионных лишь к ноябрю 1997 года, а торги российским рублем на биржевой площадке были возобновлены только в 2000 году.

В 1997 году валютный сектор финансового рынка республики находился в более благоприятных условиях, чем в 1996 году. Финансовые власти страны располагали значительно большими ресурсами, которые позволили эффективно регулировать уровень девальвации национальной валюты и управлять инфляцией. В результате динамика рыночного и учетного курсов тенге к резервной валюте мира еще более стабилизировалась, а со второй половины 1997 года с успехом поддавалась прогнозу на несколько недель вперед.

Определенную роль в стабилизации сыграли выход отечественных финансовых структур на международный фондовый рынок и приватизация. На финансовом рынке страны объективно сложились условия, при которых, с одной стороны, потребность в валюте у клиентов банков была ослаблена по сравнению с 1996 годом. С другой – проведение спекуляций с безналичной СКВ с целью извлечения прибыли приносило банкам и их клиентам значительно меньший доход, чем при работе с другими финансовыми инструментами. Средства, используемые ранее в этом секторе, были направлены в сектор наличной валюты, на операции с ГЦБ, а также – на рынок кредитов и депозитов. В результате снизился оборот не только биржевого валютного сектора, но и внебиржевого.

### ПОСТУПЛЕНИЯ В БЮДЖЕТ КАЗАХСТАНА ОТ ПРИВАТИЗАЦИИ В 1997–1998 ГОДАХ



Источник: «Социально-экономическое положение Республики Казахстан», январь 1999 года, оперативная информация Агентства Республики Казахстан по статистике

Пытаясь повысить активность трейдеров на своей площадке, биржа экспериментировала с условиями торговли. К примеру, ввела дифференцированную комиссию – от 0,05% – при объеме торгов до 3 млн долларов США и 0,025% – при показателе в 20 млн долларов США. Это дало результаты: часть оборота с внебиржевого рынка перешла в сектор организованной торговли.

Однако под занавес 1997 года стали появляться первые признаки надвигающегося «шторма» в мировой экономике. Эти симптомы были столь явственны, что 26 декабря Биржевой совет постановил в ближайшее время торги по российскому рублю не возобновлять – «в связи с нестабильной обстановкой на мировом и российском финансовых рынках, а также по причине имеющихся объективных факторов по вопросам реализации гарантий зарубежными банками-корреспондентами».

Тогда же определили и принципы установления лимитов покупки-продажи иностранной валюты без обязательств предварительной оплаты-поставки для банков второй и третьей групп, работающих на условиях предоплаты. Для банков второй группы лимит был установлен из расчета 10% от размера собственного капитала по данным отчета о выполнении пруденциальных нормативов Национального Банка на последнюю отчетную дату, а для банков третьей группы – из расчета 5%. В целом рынке становилось понятно, что 1997 год становится предкризисным годом.

## СПОК КАК ОТВЕТ КРИЗИСУ

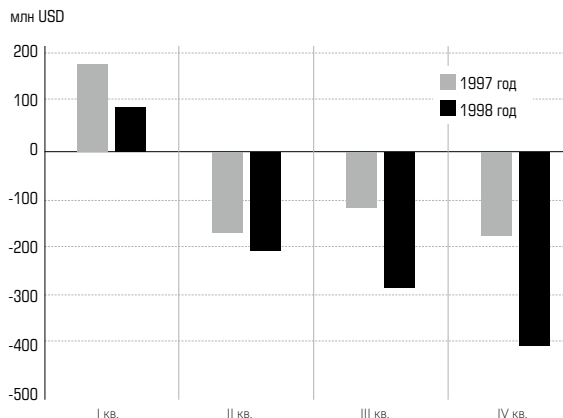
По сравнению с 1997 годом в 1998 году ситуация на валютном рынке Казахстана оказалась менее благоприятной. Прежде всего, это было обусловлено влиянием мирового финансового кризиса, а со второй половины года – эскалацией российского финансового коллапса. Мировой кризис нанес удар по ценам продуктов казахстанского экспорта, 45% которого составили минеральные ресурсы и 33% – металлургическая продукция. Этот факт не мог позитивно сказаться на стабильности национальной валюты.

*«Я тогда работал в департаменте исследований и статистики НБРК. Кризис наступал, и требовалось постоянно информировать руководство страны о том, что происходит в мире, – рассказывает нынешний глава Национального Банка Республики Казахстан Данияр Акишев<sup>28</sup>. – Мы изучали причины кризиса, готовили служебные записки. Это сейчас уже есть систематизированный взгляд на эти вещи. А в то время каждый день появлялась новая информация – Таиланд, Индонезия... И в каждой стране – свои нюансы. Приходилось изучать и описывать их все, поскольку кризис постепенно затрагивал все большее количество стран в регионе. Тогда мы уже понимали, что и Казахстан может быть подвержен этому кризису в силу зависимости от экономик соседних стран»<sup>29</sup>.*

Главное влияние кризиса вылилось в дисбаланс импортных и экспортных потоков. В 1998 году сальдо торгового баланса Казахстана сложилось не в пользу республики и составило 800,9 млн долларов США, а в 1997 году – минус 276,5 млн долларов США. Увеличение отрицательного сальдо произошло в основном за счет снижения казахстанского экспорта, который уменьшился в ценовом выражении по сравнению с 1997 годом на 1 028,5 млн долларов США. Объем импорта почти не изменился. Вначале сократился экспорт продукции ряда казахстанских предприятий в Юго-Восточную Азию, что привело к соответствующему снижению объема валютных поступлений в Казахстан. Усугубляло ситуацию и снижение мировых цен на нефть и цветные металлы. Во втором полугодии на полную мощь развернулся российский фактор.

На отечественном рынке резко вырос спрос на доллар США. Причин было несколько: падение поступления валютной выручки в страну, достигнутый пик выполнения обязательств банками по крупным синдицированным займам, рост объема обслуживания прямого и гарантированного государством внешнего долга, который оценивался в 562 млн долларов США, а также замедление темпов приватизации. Свою лепту внесли и события на российском рынке внутреннего долга. Они повлекли за собой временный отток средств резидентов с отечественного рынка в конце мая – начале июня. Еще один фактор – ажиотажный спрос населения и банков второго уровня на СКВ в самом конце года, который был вызван ожиданием резкой девальвации тенге после выборов Президента Казахстана. Действие перечисленных факторов спровоцировало резкое повышение оборота всего межбанковского валютного рынка – с 3 458 в 1997 году до 4 913 млн долларов США в 1998 году. Скорость девальвации тенге росла из месяца в месяц, несмотря на обширные валют-

### ДИНАМИКА ВНЕШНЕТОРГОВОГО САЛЬДО КАЗАХСТАНА



ные интервенции, предпринимаемые Национальным Банком. Под влиянием кризиса Национальный Банк вынужден был пересмотреть бюджетный показатель девальвации тенге на конец года и увеличил его с целью защиты интересов экспортеров до 9,6% годовых. В то же время скорость обесценивания тенге только в сентябре 1998 года достигла 27,8% годовых, а с начала года – 8,3% годовых. Лишь в октябре стало очевидно, что наиболее острый момент пройден. Меры, предпринятые Национальным Банком (ограничение валютных позиций, кредиты БВУ в наличных долларах США для удовлетворения спроса населения, резкое сжатие денежной базы, в том числе через выпуск ГЦБ), оказались эффективны. Начиная с октября 1998 года скорость девальвации тенге по месячной тенденции стала неуклонно снижаться. Тенге прошел год с минимальными для того времени потерями. Однако, как выяснилось позже, напряжения только накапливались.

Кризисный 1998 год показал, что Национальный Банк, биржа и финансовый рынок в целом были вынуждены принимать нешаблонные решения, действуя по ситуации. Насколько они были успешны относительно других вариантов, сказать сложно: история сослагательных наклонений не знает. Однако было очевидно, что работать в меняющихся условиях экономики уже получалось. Структура биржи и рынка сложились, процессы были стандартизированы, протоколы прописаны и высокая степень адаптивности была налицо. Достаточно сказать, что уже в середине января 1999 года на KASE открылись торги парой тенге – евро с поставкой в день заключения сделки, и Казахстан стал вторым в СНГ после Украины, запустившим биржевые операции с европейской валютой.

Главным испытанием на зрелость для биржевого механизма стало введение 5 апреля 1999 года режима свободно плавающего обменного курса тенге (со смешной аббревиатурой СПОК). Этот шаг повлек за собой мощный виток девальвации тенге (за день она составила 13,3% – с 88,30 до 100,01 тенге за один доллар США, а уже 6 апреля был зафиксирован всплеск до 138 тенге). Девальвация эта была ожидаемой специалистами, но шоковой для населения, поскольку ужесточение денежно-кредитной политики Национальным Банком принесло временное затишье: ситуация на финансовом рынке страны к началу 1999 года в основном стабилизировалась. По крайней мере, так казалось непосвященным. Между тем, как отмечает Кадыржан Дамитов, возглавлявший в то время Национальный Банк Республики Казахстан, вскоре после российского дефолта курс доллара США по отношению к рублю в течение короткого периода вырос почти в три с лишним раза.

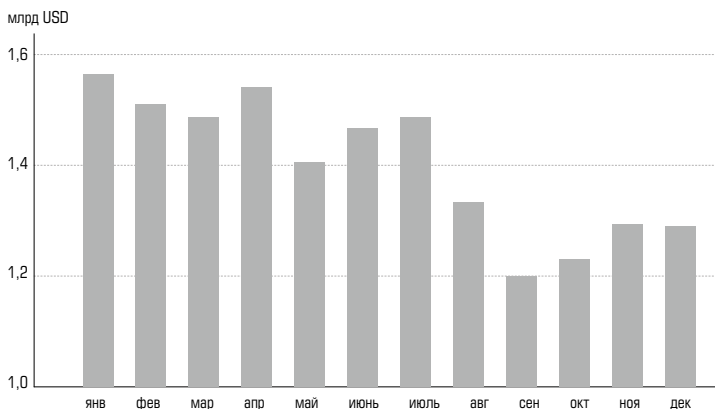
Это привело к резкому диспаритету цен на внутренних рынках России и Казахстана. Российские товары, соответственно, стали стоить в 3–4 раза дешевле в тенге, что привело к росту импорта и оттоку валюты. Началось давление на рынок. Стало понятно, что «нужно более взвешенное решение в целом по экономической политике в новых условиях». Чтобы выработать алгоритм действий, была образована рабочая группа, создан Совет по экономической политике (СЭП), который возглавил Премьер-министр Республики Казахстан. В него также вошли первый вице-премьер Ораз Жандосов, министры – всего несколько человек.

«Многие горячие головы говорили, что надо немедленно устанавливать курс пропорционально российскому, то есть умножить на 4 – до 320 тенге за доллар. За это выступили некоторые крупные компании-экспортеры. Но что было бы с рынком, с населением, если бы мы приняли такое резкое решение? – вспоминает **Кадыржан Дамитов**. – Поэтому принятию решения о свободно плавающем обменном курсе в апреле 1999 года предшествовала колоссальная совместная работа правительства, министерств и Национального Банка. Мы совместно работали по стабилизации ситуации».<sup>30</sup>

Были рассмотрены все возможные сценарии: фиксированный курс, коридор, свободно плавающий. Разрабатывались прогнозные сценарии развития ситуации, в зависимости от принятия того или иного решения. Была создана своего рода прогнозная матрица, вобравшая все основные факторы, и показавшая преимущества перехода к режиму СПОК.

«По нашим расчетам, мы видели планку в 150 тенге, – рассказывает К. Дамитов. – Но нам важно было понять, как оценивает курс рынок, будут ли «взяты» те 300 тенге за доллар, на которые нас уговаривали. Кто-то на биржевых торгах в первые дни очень осторожно попытался проводить покупки на уровне 155 тенге. Продали по этой цене всего тысячу долларов. Еще какое-то время курс был сильно волатилен, а потом рынок более-менее успокоился. Конечно, в обменных пунктах были другие ценники. Но максимум, о котором мы знали, – 200 тенге за доллар в некоторых регионах в первые дни. Примечательно, что в эти дни торговались небольшие объемы: все тестировали, что будет. Потом, когда участники торгов и

### ДИНАМИКА ЧИСТЫХ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ НБРК, В 1998 ГОДУ

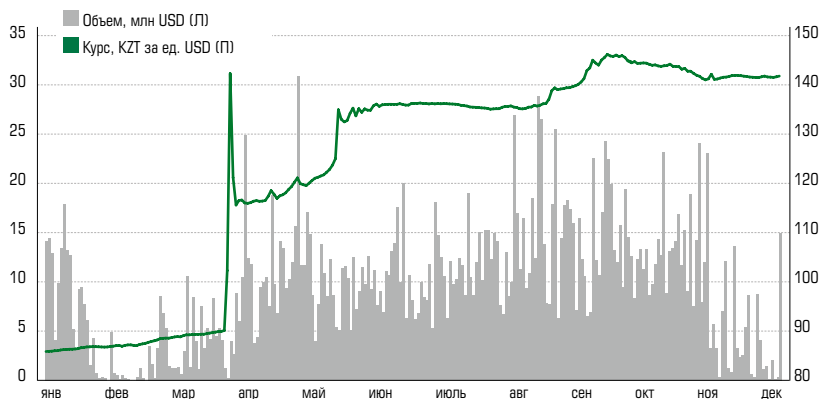


население увидели, что апокалиптической ситуации нет, а рыночный курс стал складываться где-то в районе 120 тенге, все, кто «сидел» в долларах, стали сбрасывать валюту. Нацбанк же – наоборот – «встал» снизу. Потому что, если бы мы не заняли эту позицию, то курс опять бы укатился за 100 тенге вниз, но это не было бы устойчивым состоянием. Рынок вскоре начал консолидироваться на уровне 115–117 тенге за доллар с колебаниями в ту или иную сторону. Таким образом, Нацбанк установил курс на основании биржевых колебаний, посмотрев на настроения рынка и стоимость валюты, сложившуюся в ходе торгов. Мы не устанавливали курс жестко, административно, мы изучили ситуацию и приняли фактически рыночное решение. Были мнения, что курс надо было «отпускать» раньше. Но я считаю такую задержку с решением и учетом всех факторов вполне оправданной. Нужно было время, чтобы пришло понимание о необходимости смены курсовой политики».

Это был и первый серьезный урок, и первое такого рода испытание, когда уже нельзя было полагаться на «невидимую руку биржевого рынка», а принимать взвешенные, обоснованные решения. «Мы стали понимать, что нужно двигать не валютный «ценник», нужно менять сам режим курсообразования и увязывать это с общей экономической политикой, – комментируя эти события, подчеркивает К. Дамитов. – Поэтому мы стали анализировать факторы и их сочетания, которые следует учитывать».

Переход к режиму СПОК и введенная в связи с этим обязательная продажа половины валютной выручки предприятий-экспортеров на KASE стала основным фактором, сформировавшим в целом конъюнктуру биржевого рынка иностранных валют. По итогам года тенге девальвировал к доллару США на 64,6%.

### ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА США К ТЕНГЕ И ОБЪЕМЫ ТОРГОВ ДОЛЛАРОМ США НА KASE ЗА 1999 ГОД



Средневзвешенный биржевой курс составил 126,59 тенге за доллар США. Относительно марки ФРГ тенге ослаб на 42,4%. Средневзвешенный годовой курс этой валюты составил 71,31 тенге за марку. К евро скорость девальвации тенге по итогам года достигла 43,49% годовых при средневзвешенном годовом курсе 140,73 тенге за евро.

На рынке 1999 года отмечалось несколько периодов со своими доминирующими факторами. Первый – до введения нового режима обменного курса тенге к доллару США – был традиционным для Казахстана: очень высокий пред- и постновогодний спрос на американскую валюту привел к традиционному «перегреву» рынка в конце января, а в феврале произошло снижение до исторически минимального значения.

Во время второго периода – после введения СПОК и до конца мая – валютный рынок искал новый уровень равновесия. К началу июня, когда курс доллара США вырос с 115 до 130 тенге за единицу, уровень девальвации национальной валюты оказался достаточным для достижения равновесия на рынке и эффективного освоения средств экспортно-ориентированными предприятиями.

Третий период – с мая до сентября, когда происходила стабилизация курса тенге. Ее обусловили продолжающийся рост мировых цен на нефть, медь и другую продукцию казахстанского экспорта, введение системы налогового мониторинга крупнейших предприятий страны; традиционная летняя пассивность рынка, а также гибкая тактика поведения Министерства финансов и Национального Банка на рынке внутреннего долга.

Осень 1999 года прошла традиционно, однако ее начало было осложнено излишним, как показали дальнейшие события, необоснованным ажиотажем на валютном рынке. Его спровоцировал в числе других событий накопленный за время отпусков спрос на валюту. Девальвация в сентябре оказалась высокой, а объем торгов иностранной валютой на бирже стал месячным рекордом со времени введения в обращение тенге.

Пятый этап года прошел очень спокойно под влиянием позитивных новостей. Главную роль в этот период сыграл «эффект девальвации тенге». Именно к концу года республика почувствовала результаты введения СПОК. Причем, в этот раз укрепление тенге было вызвано не регулированием денежного обращения, а объективным улучшением ситуации в реальном секторе экономики.

Итоги 1999 года по версии Национального Банка, который в октябре возглавил Григорий Марченко, были описаны в соответствующем пресс-релизе. Основными негативными последствиями СПОК были признаны: рост инфляции на 17,8%; рост долларизации денежного оборота до 51% с 42,1%; появление прямой зависимости стоимости государственного внутреннего заимствования от изменения валютного курса; ухудшение кредитного портфеля банков. На другой чаше весов – позитив: экономический рост страны составил 1,7%; торговый баланс впервые за последние четыре года сложился с профицитом в объеме 344 млн долларов США; дефицит счета текущих операций сократился до 171 млн долларов США (1,1% от ВВП); валовый внешний долг снизился на 330 млн – до 7 893 млн долларов США.



1999 год стал важнейшей вехой в истории Казахстана, потому что впервые был сформирован рыночный равновесный курс тенге. Рынок сделал свое дело, и лимит изменения курса доллара США в рамках одной торговой сессии, отмененный 6 апреля, так и не пришлось возвращать обратно. В годовщину тенге Национальный Банк окончательно отменил обязательную продажу на бирже 50% валютной выручки от экспорта.

Стабилизация рынка позволила бирже продолжить совершенствование внутренних правил. С 1 сентября были введены в действие «Правила осуществления расчетов по итогам торгов иностранными валютами»<sup>31</sup>. Участникам торгов были предложены два метода проведения платежей в иностранных валютах: срочная поставка и лимитированная продажа. На конец 1999 года на работу по методу срочной поставки было переведено 19 банков-участников. Это позволило осуществлять контроль над исполнением обязательств банками-продавцами иностранной валюты в режиме on-line<sup>32</sup> и значительно снизить риск непоставки иностранной валюты по результатам торгов.

8 сентября было утверждено Соглашение об участии в биржевых торгах посредством системы REUTERS Dealing. На бирже был установлен дилинговый терминал REUTERS и через него проведены первые операции. Заявки в терминал от имени участников рынка подавал биржевой маклер.

В начале октября 1999 года были снижены на одну треть лимиты на продажу долларов США банкам, не перешедшим на метод срочной поставки. А в конце ноября была открыта дополнительная торговая сессия по иностранным валютам – с 11:30 до 15:00 расчетами в день заключения сделки (TOD<sup>33</sup>), а также вечерняя сессия – с 14:00 до 18:00 расчетами на следующий день (TOM<sup>34</sup>).

\* \* \*

Таким, весьма динамичным и наполненным драматическими событиями оказался первый этап становления молодой национальной валюты и биржевого валютного рынка Казахстана. В кратчайший по меркам истории срок тенге стал реальным символом независимой экономики и доказал свою состоятельность, а сектор торговли валютами дал бирже прочный базис для выхода на формирующийся рынок ценных бумаг.

## ОТ ПЕЙДЖЕРА И ФАКСА ДО MARKET-DATA В РЕЖИМЕ ON-LINE

В конце 1996 года в составе биржи был сформирован отдел информации и анализа. Для организации его работы пригласили четверых специалистов из информационной службы частного информационного агентства «Семиречь», во главе с Андреем Цалюком. Перед ними была поставлена задача – создать биржевую информационную службу, способную профессионально и доступно подавать события, происходящие на финансовом рынке, обеспечивать информационную прозрачность биржевого рынка для ведущих СМИ и мировых агентств финансовой информации, таких как REUTERS, Dow Jones<sup>39</sup> и BLOOMBERG, а также предоставлять прямые информационные услуги партнерам биржи. Они также участвовали в подготовке внутренней аналитики и создания годовых отчетов KASE.

В информационном направлении особенно эффективным оказалось стартовавшее летом 1997 года сотрудничество биржи с агентством REUTERS. И уже с начала 1998 года биржа начала передавать информацию о торгах в режиме реального времени на терминалы REUTERS по всему миру в полуавтоматическом режиме. Некоторые страницы терминала заполнялись вручную, а для заполнения страниц по торгам использовалась технология REUTERS по организации связи полей на страницах терминала с полями файлов Microsoft Excel<sup>40</sup>, которые, в свою очередь, обновлялись бэк-офисом биржи. В свою очередь сотрудники биржи получили доступ к информационному продукту REUTERS «Рынки – 1000».

Вскоре на бирже был создан информационный узел. Он располагал исчерпывающими данными, необходимыми для проведения технического и фундаментального анализа рынка финансовых инструментов Казахстана. К 1998 году узел включал 11 регулярно пополняемых основных баз данных по теме «Валютные рынки» и 18 – по теме «Фондовый рынок Казахстана».

Сформированный комплекс уникальной финансовой и биржевой информации, содержащий исторические данные, начиная с 1991 года, позволил представить рынку ряд востребованных коммерческих информпродуктов. Они поставлялись клиентам с помощью факсимильной связи, через терминалы пейджинговой связи, а также посредством почтового и ftp-серверов биржи.

Перспективность информационного направления подтолкнула биржу к созданию на базе отдела дочернего предприятия – Информационного агентства финансовых рынков «ИРБИС». Юридически агентство было зарегистрировано 28 августа 1998 года. Идея состояла в том, чтобы разделить торговую деятельность, которой занималась биржа как некоммерческая инфраструктурная на тот момент организация, и информационный бизнес, тем самым мотивируя работников агентства к расширению сервисов. Помимо биржи, в состав учредителей агентства «ИРБИС» вошли Ассоциация брокеров и дилеров рынка ценных бумаг, Национальная ассоциация профессиональных участников РЦБ и журнал «Рынок ценных бумаг Казахстана». В декабре того же года агентство было официально зарегистрировано Министерством информации и общественного согласия как СМИ.

Наиболее популярными продуктами «ИРБИС» стали: комплекс «Справочная система брокера KASE», разработанный в среде Windows Help с учетом возможности дистанционного обновления по каналам электронной связи; информационно-аналитическое обозрение «Неделя биржевого фондового рынка»; адаптированная к пейдж-связи информационная серия, посвященная мониторингу всего фондового рынка Казахстана.

С октября 1997 года особое место в работе биржи заняла информационная поддержка представительства биржи в сети Интернет. В начале января 1998 года был запущен первый интернет-сайт

KASE – [kase.kazecon.kz](http://kase.kazecon.kz). Он был создан и полностью поддерживался в рамках проекта USAID<sup>41</sup> «Фондовый рынок и приватизация в Республике Казахстан».

В ноябре 1999 года совместно с фирмой Actis System Asia биржа приступила к созданию нового официального сайта KASE – «Музыка финансовых инструментов» ([www.kase.kz](http://www.kase.kz)). Изюминкой сайта, который начал свою работу в марте 2000 года, стала визуализация в режиме on-line всех торгов, а также обширная база данных, обновляемая на регуляр-

ной основе, по эмитентам ценных бумаг и их финансовой отчетности, членам биржи, торгуемым финансовым инструментам и новостям на двух языках с оперативным доступом к архиву. Новации позитивно воспринял рынок. Сайт был признан победителем в номинации «Лучший бизнес-сайт KITEL 2000». А KASE вновь подтвердила, что является центром финансовой информации и самой технологичной, непрерывно совершенствующейся структурой на фондовом рынке Казахстана.



*Первый интернет-сайт KASE – [kase.kazecon.kz](http://kase.kazecon.kz), 1998 год*



KASE



Глава 2

# ГДЕ РОЖДАЕТСЯ РЫНОК

ФАЛЬСТАРТ РЫНКА ГКО И БОРЬБА ЗА СТАТУС  
МОДЕЛЬНОЙ БИРЖИ

ПОД ФЛАГОМ «ГОЛУБЫХ ФИШЕК»

ВОЗВРАЩЕНИЕ ГЦБ И СТАРТ  
ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ЕВРОНОТ

СПОК И РЦБ

НА ПОРОГЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА»

## Глава 2.

# ГДЕ РОЖДАЕТСЯ РЫНОК

Переход Казахстана к рыночной экономике означал и неизбежное появление ключевых рыночных институтов. Таких, как рынок ценных бумаг, фондовая биржа. Но если первый год после своего создания Казахская межбанковская валютная биржа, работала исключительно на валютном рынке, то уже в августе 1994 года ее руководство и акционеры поставили вопрос выхода на рынок ценных бумаг. Свой первый шаг от валютной биржи к бирже универсальной, каковой она является сегодня, КМВБ сделала 12 июля 1995 года, когда была перерегистрирована в Казахстанскую межбанковскую валютно-фондовую биржу. Биржа поднималась на новый этап развития, где многое предстояло сделать впервые в истории независимого Казахстана. Хотя к этому времени казахстанский рынок ценных бумаг уже был «обитаем» и КМВФБ выходила в конкурентное поле...

Первое казахстанское законодательство о ценных бумагах появилось в 1991 году. В соответствии с Законом Казахской ССР «Об обращении ценных бумаг и фондовой бирже»<sup>1</sup>, который содержал всего 14 статей, контроль за выпуском и обращением ценных бумаг на территории Казахстана осуществляло Министерство финансов республики. Первые эмитенты ценных бумаг начали появляться в 1991–1993 годах, когда после принятия Программы разгосударствления и приватизации<sup>2</sup>, которая определила акционирование в качестве основной формы приватизации, произошло первичное закрепление прав частной собственности.

На это же время пришелся бум появления фондовых бирж и многочисленных финансовых посредников. В общей сложности с 1992 по 1994 год Министерство финансов выдало лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг 1 460 физическим и 98 юридическим лицам.

Деятельность большинства этих бирж и посредников была весьма далека от классического понимания работы на фондовом рынке. Фактически они обслуживали борьбу за контроль над созданными в ходе приватизации акционерными обществами, в том числе через скупку, перераспределение и концентрацию первично приобретенных прав собственности. При этом отношение к необходимости государственной регистрации эмиссий ценных бумаг у новых собственников предприятий было весьма пренебрежительным. Как результат, большая часть акционерных обществ, появившихся в Казахстане в процессе приватизации, не существовала в строго юридическом смысле, поскольку эмиссии их акций не были зарегистрированы.

Большинство акционерных обществ не было готово к работе с цивилизованным рынком ценных бумаг. К тому же его запуску мешали такие негативные тенденции, как высокие темпы инфляции, которые быстро обесценивали деньги и стимулировали предприятия к бессистемному привлечению кредитных ресурсов; стагнация производства, которая делала казахстанские предприятия абсолютно непривлекательными для инвесторов. А также – значительное доминирование государственного сектора в структуре экономики.

В целом 1991–1994 годы для рынка негосударственных ценных бумаг можно рассматривать как «учебный» период, к концу которого у государства появилось более четкое представление о том, какова должна быть инфраструктура фондового рынка. 20 марта 1994 года вышел Указ Президента Республики Казахстан «О мерах по формированию рынка ценных бумаг»<sup>3</sup>, в соответствии с которым была создана Национальная комиссия Республики Казахстан по ценным бумагам (НКЦБ).

Вспоминать, как создавалась Национальная комиссия по ценным бумагам, Председатель комитета по финансам и бюджету Мажилиса Парламента Республики Казахстан **Гульжана Карагусова**, рассказывала:

*«В мае 1994 года меня пригласили работать помощником Президента Республики Казахстан Нурсултана Абишевича Назарбаева. Идею развития фондового рынка я не оставила и доказывала, что нам все-таки надо сделать рынок ценных бумаг. Много по этому вопросу беседовали с Президентом Н.А. Назарбаевым. В результате Глава государства предложил создать Национальную комиссию по ценным бумагам.*

*Главная цель Национальной комиссии заключалась в том, чтобы правильно строить рынок ЦБ. В 1995 году Указом Главы государства была создана Национальная комиссия. В 1996 году Н.А. Назарбаев назначил меня ее председателем. Представляя Закон «О Национальной комиссии Республики Казахстан по ценным бумагам», как это было в большинстве развитых стран, Нацкомиссию предполагалось сделать независимой от правительства, но напрямую подотчетной Президенту страны. Потому что само правительство является субъектом финансового рынка.*

*Документ долго не подписывался, но в итоге постановлением Правительства от 28 марта 1996 года №370 было утверждено положение о Национальной комиссии РК по ценным бумагам. В документе первым же абзацем заявлялось, что комиссия «является центральным исполнительным органом, не входящим в состав Правительства Республики Казахстан»<sup>4</sup>.*

Тогда же впервые был поставлен вопрос о создании Центрального депозитария ценных бумаг. Позже – 3 октября 1994 года – постановлением Правительства были приняты «Временное положение о ценных бумагах» и «Временное положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовой

бирже»<sup>5</sup>. Документы детализировали процессы выпуска ЦБ и их обращения, ввели лицензирование деятельности фондовых бирж, а также включили в список видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг депозитарную деятельность.

1994 год – это еще и точка старта рынка государственных ценных бумаг в Казахстане. Национальный Банк стал сокращать нехарактерные для центральных банков функции в пользу классических – начал предоставлять кредиты правительству на покрытие дефицита бюджета не по льготной ставке, а по ставке рефинансирования. Министерство финансов стало переходить к неинфляционным методам финансирования дефицита бюджета. 4 апреля 1994 года состоялся первый аукцион государственных ценных бумаг, эмитентом которых было Министерство финансов Республики Казахстан. Ими стали трехмесячные государственные казначейские векселя (ГКВ)<sup>6</sup>. Национальному Банку было поручено размещение и обслуживание выпускаемых в обращение государственных ценных бумаг, и с его согласия 20 банков получили лицензию Министерства финансов на проведение операций с ценными бумагами. В первое полугодие аукционы по ним были редкими, не чаще одного раза в месяц, но уже к концу года они стали еженедельными.

Проводил их Национальный Банк вне каких-либо биржевых площадок, используя систему подписки через сбор заявок, поданных банками в документальной форме. В дальнейшем рынок государственных ценных бумаг Министерства финансов продемонстрировал потрясающую динамику: если в 1994 году объем продаж государственных казначейских обязательств со сроком обращения в 3, 6 и 12 месяцев составил 367,2 млн тенге, то в 1995 году он уже достиг 10,5 млрд тенге, увеличившись в 29 раз, а в 1996 году вырос до 30,3 млрд тенге. При этом Минфин вывел на рынок в 1996 году новый вид бумаг – Национальные сберегательные облигации (НСО), изначально ориентированные на покупку населением и размещаемые уполномоченными банками на условиях жесткого андеррайтинга. В 1996 году НСО удалось разместить на 0,55 млрд тенге, а их доходность была привязана к результатам синхронных первичных аукционов по размещению ГКО-3.

Кроме того, в 1995 году свои обязательства – ноты, получившие статус ГЦБ, стал выпускать Национальный Банк. Ноты были очень коротким инструментом со сроком обращения от одной до нескольких недель и использовались исключительно для регулирования количества свободных денег на рынке.

Эти тренды не остались незамеченными руководством и акционерами Казахстанской межбанковской валютной биржи: уже в августе 1994 года Биржевой совет поручил правлению биржи начать проработку вопроса о развитии биржевого сервиса на рынке ценных бумаг. Чтобы название биржи в полной мере отражало новые направления деятельности, общее собрание акционеров приняло решение изменить наименование биржи на «Казахстанская межбанковская валютно-фондовая биржа» (КМВФБ).



## ФАЛЬСТАРТ РЫНКА ГКО И БОРЬБА ЗА СТАТУС МОДЕЛЬНОЙ БИРЖИ

В стране уже началась приватизация. Шел активный поиск механизма разгосударствления предприятий. Рассматривались различные варианты. Гульжана Карагусова была сторонником приватизации через биржу.

*«В период моей работы большинство предприятий приватизировалось через фондовую биржу, – вспоминает период своей работы в НКЦБ Гульжана Карагусова. – Мы стремились сделать все на основе международных стандартов: создавался реестр, проводили обучение, у нас работала комиссия по акционированию. Мы все, в том числе и Председатель Нацкомиссии, ездили в регионы, разговаривали с людьми, рассказывали, как стать собственником предприятия через биржу. Международный опыт показывал, что 70% всего развитого рынка ценных бумаг – это инвесторы – «физики». И надо так заинтересовать людей, чтобы они захотели стать собственниками. Не все проекты получились, но можно однозначно сказать, что новый период первого этапа приватизации весь шел через биржу. Причем, что характерно: народ пошел на первую волну реальной приватизации. И в Алматы, и в регионах были успешные примеры. Например, кондитерская фабрика «Рахат», где сразу было решено, что выкуп акций будет идти по той цене, которая складывается на момент выкупа, и большая часть была выкуплена трудовым коллективом. Причем, никаких обменов – только деньги»<sup>7</sup>.*

Планы КМВФБ в отношении рынка ценных бумаг получили материальное воплощение в 1995 году. Причем ставка была сделана именно на государственные ценные бумаги, в наибольшей степени соответствующие критериям фондового рынка: легитимности, ликвидности и доходности.

Биржа разработала правила торговли государственными казначейскими векселями и казначейскими обязательствами Министерства финансов. Работа проводилась Биржевым советом, в компетенцию которого входило: принятие решения о приеме в члены биржи, разработка и утверждение правил биржевой торговли, определение размеров комиссионных сборов, взимаемых биржей, организация работы и контроль за деятельностью Расчетной палаты. При этом решение было коллегиальным и рыночным, поскольку БС состоял из представителей акционеров.

Также биржа согласовала с уполномоченными депозитариями – Национальным Банком РК и акционерным банком «Казкоммерцбанк» порядок расчетов в государственных ценных бумагах. Были уточнены и условия членства на бирже с разделением на две категории: «В» – с правом участия в торгах по иностранным валютам и «К» – члены которой получили право торговли ГКВ.

29 сентября 1995 года биржа получила лицензию Национальной комиссии Республики Казахстан по ценным бумагам №1 на организацию торгов государственными казначейскими векселями. 14 ноября прошли первые торги этими бумагами. Для их организации использовалась электронная система ввода и обработки заявок, обкатанная биржей на торговле валютами и модифицированная с учетом множественного характера эмиссии ГКВ. Всего за 1995 год было проведено четыре торга по ГКВ на общую сумму 5,5 млн тенге.

Однако биржевой сегмент рынка долговых обязательств государства на тот момент так и не получил должного развития. Немногочисленные участники вторичного рынка ГЦБ оказались не заинтересованы в его информационной прозрачности и предпочитали искать контрагента напрямую, используя для регистрации сделок сервис Национального Банка как депозитария ГЦБ. Биржевые торги государственными обязательствами носили эпизодический, нерегулярный характер, и через год – 20 сентября 1996 года биржа была вынуждена их остановить.

Стало понятно, что ни сектор бумаг Министерства финансов, ни сегмент обязательств Национального Банка, появившийся в 1995 году, не решают проблему создания полноценного фондового рынка: для нормального финансирования экономики на нем обязательно должны обращаться корпоративные бумаги. В этой связи в течение 1995 года на государственном уровне шел анализ имеющейся инфраструктуры рынка НКЦБ. Оценка была выставлена, и она не была удовлетворительной.

Поэтому 28 марта 1996 года Постановлением правительства была утверждена Программа развития рынка ценных бумаг<sup>9</sup>, которая, помимо прочего, предусматривала проведение тендера по выбору модельной фондовой биржи из числа существующих на рынке. Победителю пообещали государственную поддержку при формировании цивилизованного биржевого рынка, соответствующего международным стандартам, а также проведение на его площадке торгов по ГЦБ и государственным пакетам корпоративных ценных бумаг, выставляемых на приватизацию.

К этому времени лицензии НКЦБ на право осуществления биржевой деятельности на рынке ценных бумаг имели три биржи: Центрально-Азиатская фондовая биржа (ЦАФБ), Казахстанская межбанковская валютно-фондовая биржа и Международная казахстанская фондовая биржа (МКФБ). Понятно, что только окрепшая, отвечающая техническим требованиям того времени, не остановившаяся в своем развитии, соответствующая законодательству, поддерживаемая акционерами биржевая площадка могла в ближайшие годы выйти в лидеры и занять приоритетную позицию на рынке, потеснив или совсем вытеснив конкурентов.

Включившись в это соревнование, 12 апреля 1996 года КМВФБ прошла государственную перерегистрацию, изменив наименование на «Казахстанская фондовая биржа» (KASE). Это было связано с требованиями обновленного законодательства и рекомендациями НКЦБ. 31 июля 1996 года Биржевой совет одобрил новые Правила биржевой торговли ценными бумагами и приложения к ним, включая Положение о листинге ценных бумаг, а позже, 13 сентября – ре-

гламент расчетов по негосударственным ценным бумагам. Эти документы были необходимы для получения неограниченной лицензии на право осуществления биржевой деятельности на рынке ценных бумаг, которая была выдана бирже 13 ноября.

*«Все было трудно, – признает **Азамат Джолдасбеков**, занимавший с 1995 по 1997 год различные должности на бирже – от консультанта до и. о. генерального директора. – Вот пример, как создавали нормативную базу для фондового рынка: 1996 год – акций у нас нет, облигаций у нас нет, а биржа как площадка существует. И у нее должны быть правила. То есть машина пока может и не ехать, но она должна быть абсолютно готова – построена, вычищена, заправлена. И если есть необходимость, то можно ее завести и поехать в любой момент. Так было и с биржей – писались правила, первые листинговые требования под будущее движение, хотя не было ещё самой ясности о том, как будет выглядеть это движение на практике. Сейчас листинговые требования – это мелким шрифтом десятки страниц о самих листинговых требованиях и том, что должна делать компания, чтобы им соответствовать. А тогда в принципе не было даже каких-либо единых для всех компаний характеристик, которые можно было использовать в качестве базы для листинговых требований, начиная со стандартов бухгалтерского учета, не говоря уже про аудит финансовой отчетности...».*

29 октября было завершено обследование торговых систем биржи экспертными группами Министерства финансов, Национального Банка и НКЦБ, которые дали высокую оценку технике и технологиям биржи.

24 декабря биржевые советы KASE и МКФБ подписали совместное решение об объединении бирж для участия в тендере на получение статуса модельной биржи с последующим прекращением МКФБ биржевой деятельности. С учетом этого объединения 31 декабря 1996 года KASE была признана победителем тендера.

И хотя к концу 1996 года на рынке ценных бумаг оставались две конкурирующие между собой фондовые биржи – ЦАФБ и KASE, позиции второй после этой победы существенно укрепились. Модельная биржа фактически обрела статус ключевого звена инфраструктуры фондового рынка. Что и показал следующий год.

## ПОД ФЛАГОМ «ГОЛУБЫХ ФИШЕК»

В декабре 1996 года – произошли еще два события, которые обеспечили почти на два года вперед интерес инвесторов к казахстанскому фондовому рынку: 14 декабря было принято постановление Правительства «О мерах по активизации биржевой торговли ценными бумагами»<sup>9</sup>, а 31 декабря – «Об утверждении перечней хозяйствующих субъектов, часть государственно-

го пакета акций которых будет реализована на фондовой бирже»<sup>10</sup>. Немного позднее меры, предусмотренные этими постановлениями, получили условное наименование «Программа «Голубые фишки». Главным ее инициатором и реализатором стал Григорий Марченко<sup>11</sup>, занявший в ноябре 1996 года должность Председателя Национальной комиссии РК по ценным бумагам, сменив на этом посту Гульжану Карагузову<sup>12</sup>.

В своей книге «Финансы как творчество. Хроника финансовых реформ в Казахстане»<sup>13</sup> Григорий Марченко вспоминал позже: «Мне представлялось, что процесс развития именно корпоративного сегмента национального фондового рынка следовало стимулировать одновременно с двух сторон, подталкивая к выходу на рынок и «продавцов», и «покупателей». Идея о том, как достичь этой цели, возникла еще в период разработки концепции пенсионной системы. Предполагалось: во-первых, стимулировать «спрос» через создание накопительных пенсионных фондов, то есть подтолкнуть создание класса институциональных инвесторов (как известно, везде в мире владельцами самых длинных денег являются именно пенсионные фонды и компании по страхованию жизни); во-вторых, стимулировать «предложение» путем приватизации части государственных пакетов акций крупных национальных компаний, определенный процент которых затем выпустить на фондовый рынок, то есть помочь возникновению массового эмитента; в-третьих, через сведение «спроса» и «предложения» стимулировать развитие собственно фондового рынка... в замысле схема получалась вполне четкой и правильной: компании продают часть своих акций на бирже, пенсионные фонды их покупают, фондовый рынок растет, на него выходят различные категории инвесторов, в экономику идут инвестиции, от роста экономики выигрывает население в целом. Дело было за появлением на рынке акций как таковых. То есть следовало приватизировать определенное количество достаточно крупных компаний. Начать я предложил с лучших казахстанских предприятий, у которых были хорошие шансы стать национальными голубыми фишками».

В рамках предложенной схемы четко проступили новые очертания фондового рынка. В марте 1997 года были приняты два основных Закона – «О рынке ценных бумаг» и «О регистрации сделок с ценными бумагами в Республике Казахстан»<sup>14</sup>. На их базе в первой половине года правительство утвердило пакет нормативных правовых актов, регулирующих лицензирование и осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: брокерско-дилерской, кастодиальной, Центрального депозитария, по ведению реестра держателей ценных бумаг.

Летом 1997 года по результатам тендера, в котором победило совместное предложение Национального Банка и KASE, было создано ЗАО «Центральный депозитарий ценных бумаг», ставшее вместе с Казахстанской фондовой биржей ядром технической инфраструктуры фондового рынка, построенной по рекомендациям «Группы тридцати» – фактического международного стандарта в области расчетов по ценным бумагам. Центральный депозитарий

возглавил Бахытжан Капышев, который еще в 1993 году совместно с Абенем Бектасовым, Екатериной Ивченко и Андреем Карягиным принимал участие в разработке по заданию НБРК программного обеспечения депозитария государственных ценных бумаг.

*«Мне посчастливилось стать одним из специалистов и руководителей, занявшихся становлением фондового рынка нашей страны, – вспоминая те годы, говорит **Азат Нукушев**, который с 1995 по 1999 год занимал должности заместителя генерального директора КМВБ, а затем – Президента Казахстанской фондовой биржи. – Нашей задачей было создание его инфраструктуры: биржи, депозитария, регистраторов, надежной расчетной системы по сделкам и т. д. И, конечно, участие в создании всей нормативной базы фондового рынка... Готовность биржи в методологической и технологической части, кадровое и техническое обеспечение были на достаточном уровне. И это позволило нам с первых дней проводить электронные биржевые торги, обеспечить устойчивую и оперативную систему денежных расчетов против поставок ценных бумаг. Если чего-то не хватало, то это быстро наверстывалось. Отмечу особо – при огромном содействии Нацбанка РК»<sup>15</sup>.*

Энтузиазм охватил и профессиональных участников рынка. Во второй половине 1997 года начался активный рост числа брокеров-дилеров, который продолжался до 1999 года. С нуля была создана регистраторская индустрия, появились первые банки-кастодианы.

Важнейшим событием, произошедшим в 1997 году и предопределившим развитие рынка ценных бумаг Казахстана на последующие годы, стало принятие Закона «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан»<sup>16</sup>. В соответствии с ним с 1998 года в стране вводилась в действие накопительная пенсионная система.

Биржевики активно готовились к появлению на своей площадке акций корпоративных эмитентов. Списки членов KASE пополнились категорией «Н», которая давала право торговли негосударственными эмиссионными ценными бумагами. Были переработаны и приняты листинговые требования, предусматривающие четыре уровня допуска НЦБ к обращению на торгах: официальные списки ценных бумаг категории «А» и «В», «Дополнительный список ценных бумаг», а также сектор «Нелистинговые ценные бумаги».

В отличие от той же ЦАФБ, которая специализировалась в основном на государственных пакетах ценных бумаг, выставляемых правительством к продаже в рамках массовой приватизации, листинг KASE изначально был ориентирован на «голубые фишки» – акции крупнейших в Казахстане компаний, определяющих экономическое состояние страны.

Требования к эмитентам на KASE оказались сложными для исполнения на тот момент времени. Процесс включения акций в торговые списки биржи проходил очень медленно и с большими трудностями. Руководство многих акционерных обществ неохотно шло на предоставление необходимой информации

о текущем состоянии своих предприятий и болезненно относилось к требованиям биржи по раскрытию информации в необходимом объеме. К тому же, как показала практика, процесс перехода на новые стандарты бухгалтерского учета и проведение полномасштабного международного аудита занимали достаточно длительный срок.

Наиболее «подкованными» в этом вопросе к тому моменту были представители банковского сектора. Не удивительно, что первыми корпоративными ценными бумагами, торги которыми были открыты на KASE 19 сентября 1997 года, стали акции ОАО ДБ «Нефтехимбанк»<sup>17</sup>, а единственной компанией, чьи акции были допущены к обращению в категории «А» оказалось ОАО «Казкоммерцбанк», уже вышедшее со своими ADR и GDR на зарубежные биржевые площадки.

К концу 1997 года в торговых списках KASE присутствовали акции 24-х наименований 13-ти компаний. К торгам в рамках массовой приватизации было допущено три государственных пакета акций. Объем торгов за сентябрь–декабрь составил 72 382 акции и один государственный пакет на общую сумму 175 522 тыс. тенге, а капитализация рынка ценных бумаг KASE достигла 101,3 млрд тенге.

По мере включения новых акций в списки ценных бумаг биржи активность участников торгов нарастала и достигла максимума в ноябре, когда было заключено 20 сделок на общую сумму 126,3 млн тенге, или 72% годового оборота. По результатам 1997 года на KASE определились компании, долевые ценные бумаги которых оказались наиболее ликвидны: простые акции ТНК «Казхром» лидировали по абсолютному объему (45,5% всего объема торгов, хотя по ним была заключена всего одна сделка), и привилегированные акции АО «Казхателеком» и АО «Мангистаунаунагаз» – по количеству сделок – 17 и 16, соответственно.

Казалось все идет хорошо, и биржевой маховик, пусть и не без усилий, начинает раскручиваться все быстрее.

Между тем, вокруг программы «голубых фишек» разгорелась нешуточная дискуссия. Оппоненты приватизации через биржу приводили самые разные доводы: социальная справедливость (не продавать доли в «фишках» иностранным портфельным инвесторам, а отдать их с дисконтом рядовым казахстанцам), опыт залоговых аукционов в соседней России (вместо распродажи активов – получить деньги на развитие предприятий взаимно у банков под залог госпакетов акций) и даже несвоевременность самого момента (мол, через пару лет эти компании будут стоить дороже)<sup>18</sup>.

*Свое мнение по программе имела и **Гульжана Карагусова**: «Когда рынок только становился, на мой взгляд, было немало ошибочных или послешных действий. Например, идея «голубых фишек», которую решили запустить в 1997 году. Это было накануне кризиса, мы только-только дух перевели, экономику и госинституты отстраивали... Это в принципе была правильная идея, но для ее реализации необходимо было создать сильные, имеющие высокую стоимость предприятия, с которыми мы действительно смогли бы выйти на фондовый рынок, так называемыми «голубыми фишками». Но на тот момент таких предприятий в стране не было, и состояние экономики было посткризисным»<sup>19</sup>.*

Азиатский кризис, начавшийся во второй половине 1997 года, хотя к тому времени еще не затронул напрямую Казахстан, тоже не прибавил уверенности правительству в данном вопросе. В конечном итоге программу решили заморозить.

После оглашения постановления Правительства от 15 ноября 1997 года №1558 «О результатах инвестиционного тендера», которое предусматривало приостановку продажи портфельным инвесторам государственных пакетов акций целого ряда крупнейших компаний, активность биржевого рынка НЦБ начала стремительно падать и к концу декабря снизилась до минимума.

Программа «голубых фишек» отработывалась Национальной комиссией по ценным бумагам и Казахстанской фондовой биржей. Готовился выход на фондовую биржу четырех казахстанских компаний – «Актобемунайгаз», «Мангистаумунайгаз», «Казахтелеком», «Казцинк». Одним из банков, который отработывал возможности их вывода на фондовую биржу в Казахстане был ABN AMRO Банк. Прорабатывались вопросы с инвесторами, изучались требования, условия размещения на KASE. Технически, юридически и профессионально биржа была готова к этому. Инфраструктура рынка также была уже создана: ее составили биржа, брокеры, андеррайтеры, депозитарий, регистраторы. Большую помощь в разработке программы оказали USAID, Всемирный банк. Планируемые объемы продажи акций по нынешним меркам были небольшие, поскольку капитализация компаний была невысокой. Так, «Казахтелеком» оценивался в 250 млн долларов США.

*Вспоминая эту работу, Умут Шаяхметова, Председатель Правления АО «Народный банк Казахстана», тогда работавшая в ABN AMRO Банке, рассказывала: «Все было относительно своего времени, и все было возможно. К сожалению, этот проект так и не состоялся, несмотря на огромный интерес и среди международных портфельных инвесторов, и наших отечественных инвесторов, прежде всего пенсионных фондов. Это была хорошая возможность вывести привлекательные компании на биржу и сделать процесс приватизации более прозрачным. Думаю, если бы приватизация пошла по пути продажи акций через биржу, экономика могла бы развиваться по другому сценарию»<sup>20</sup>.*

## ВОЗВРАЩЕНИЕ ГЦБ И СТАРТ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ЕВРОНОТ

Начало 1998 года ознаменовалось серьезными тектоническими сдвигами в биржевом ландшафте страны. В феврале действие лицензии ЦАФБ было приостановлено на 30 дней, а по их истечении она была отозвана. Основанием для принятия такого решения НКЦБ послужило несоблюдение ЦАФБ новых

требований законодательства. В результате, в 1998 году KASE оказалась единственной фондовой биржей в стране.

Главным событием этого года стало появление восьми компаний по управлению пенсионными активами (КУПА), включая Национальный Банк, как инвестиционного управляющего пенсионными активами Государственного накопительного пенсионного фонда (ГНПФ). Обслуживая 13 НПФ с суммарными активами в 23,5 млрд тенге<sup>21</sup>, они очень быстро стали крупнейшими институциональными инвесторами на казахстанском рынке ценных бумаг. В первую очередь – государственных, потому что единственный лимит по составу портфеля «не менее» был установлен у КУПА именно для ГЦБ. Лимиты инвестирования других инструментов конструировались по принципу «не более».

*«Реформа пенсионной системы была необходима, так как солидарная система обанкротилась, – считает Григорий Марченко. Свою точку зрения на события двадцатилетней давности он изложил в интервью газете «Курсив».<sup>22</sup> – Многие забыли, но в 1997 году задержки по выплате пенсий составляли до шести месяцев, а общая задолженность по выплатам пенсий составляла в эквиваленте около 0,5 млрд долларов. Для нашей страны это была огромная сумма. Многие также забыли, что пенсионная реформа происходила в два этапа. У нас Парламент принял решение о повышении пенсионного возраста в 1996 году, и параллельно было принято решение о создании добровольных накопительных пенсионных фондов. В это время я работал заместителем председателя Национального Банка, который отвечал за надзор, и нам поручили осуществлять реформу. Мы полгода изучали пенсионные системы со всех сторон и пришли к выводу, что добровольные фонды проблему будущих пенсионеров не решат. В этот момент о пенсионной реформе серьезно думали несколько стран: Казахстан, Кыргызстан, Россия и Украина. Кыргызстан создал один добровольный пенсионный фонд, и сейчас 21 год спустя, стало совершенно понятно, что он никаких проблем не решил. Я тогда подготовил записку на имя президента, передал ее Председателю НБ Оразу Жандосову. Он ее поправил и передал Главе государства. Потом я отдельно ходил и объяснял детали, после чего президент дал поручение правительству. Это был ноябрь–декабрь 1996 года. После чего мы вышли с проектом закона в Парламент. В Мажилисе было очень много дискуссий на эту тему.*

*Пенсионная реформа – это общая заслуга. Главное – у нас была политическая воля, плюс поддержка президента и правительства. Кстати, тогда премьер заставил представителей всех министерств и Национального Банка подписать документ. Там было человек двадцать. Он тогда сказал: если через 20 лет кто-то спросит, кто делал реформу, имена будут известны. Прошло больше 20 лет – всё мы сделали правильно».*

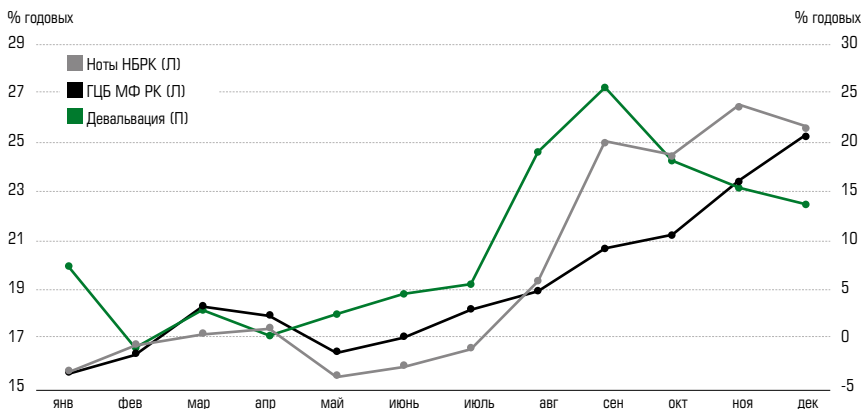


«Проведение пенсионной реформы стало серьезным толчком к развитию рынка, где появились деньги, появился целый класс внутренних инвесторов, которым нужно было покупать публично торгуемые активы, – полагает и **Дамир Карасаев**, который руководил KASE с 1999 по 2002 год. – На самом первом этапе, я считаю, было заложено адекватное регулирование инвестиционной деятельности частных пенсионных фондов. Одной из форм контроля качества управления НПФ был допуск на фондовую биржу. В связи с этим биржа сконцентрировалась на том, чтобы создать качественные процедуры отбора компаний, которые выходят на листинг. В целом регулирование было выстроено на том, чтобы мотивировать НПФ покупать ценные бумаги, инструменты с фиксированным доходом».

Если в 1994 году, когда закладывались основы казахстанского рынка ГЦБ и в обращении появились первые казначейские обязательства, правительство ориентировалось при их выпуске прежде всего на банки как единственного институционального инвестора в стране, то в начале 1998 года ситуация изменилась. В Казахстане начал зарождаться новый институциональный инвестор – НПФ, которые не менее 50% своих активов должны были вкладывать в ГЦБ Министерства финансов и Национального Банка. И это оказалось как нельзя кстати.

Тот факт, что рынок ГЦБ, опирающийся только на банки, очень чувствителен к различным колебаниям конъюнктуры, наглядно продемонстрировало влияние российского кризиса на Казахстан. Когда Правительство России под влиянием азиатского кризиса пыталось спасти пирамиду государственного долга и подняло доходность своих внутренних облигаций до 140% годовых,

### ЭФФЕКТИВНАЯ АУКЦИОННАЯ СТАВКА ГЦБ И СКОРОСТЬ ДЕВАЛЬВАЦИИ ТЕНГЕ В 1998 ГОДУ



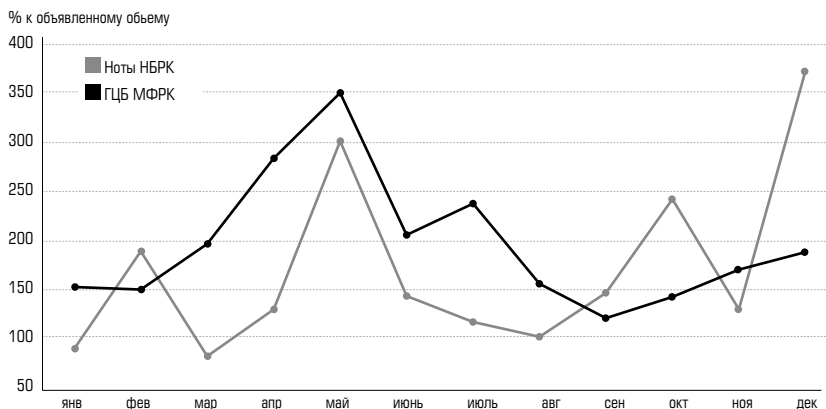
банки Казахстана перестали покупать МЕККАМ и первую половину 1998 года предпочитали российский рынок. Министерство финансов Казахстана лишилось спроса на ГЦБ со стороны основного инвестора, но повело себя взвешенно и не стало вслед за Россией значительно поднимать доходность своих бумаг. Августовские события 1998 года, когда Россия объявила дефолт по внутренним государственным обязательствам, вызвали уход с казахстанского рынка ГЦБ нерезидентов. А казахстанские банки, хотя и «вернулись домой», не проявляли особого интереса к неиндексированным по девальвации МЕККАМ и нотам в условиях трехкратного повышения скорости девальвации тенге к доллару США и пытались оказать давление на эмитентов с целью снижения цены выпускаемых облигаций.

НПФ, которые уже набрали силу и контролировали до 30% всего внутреннего государственного долга, выпущенного в виде ГЦБ, своим спросом сильно поддержали Министерство финансов. KASE также была готова принять на себя весь вторичный рынок ГЦБ, обеспечив его полную прозрачность и равные возможности всех потенциальных инвесторов при работе на этом рынке. Доказательством тому служат итоги 1998 года. Вновь открыв торги по ГЦБ в феврале, биржа довела объем сделок по ним с 133,9 млн тенге в этом месяце до 7 055,7 млн тенге в декабре. При этом доля биржевой составляющей от всего вторичного рынка страны выросла за 11 месяцев 1998 года с 0,5 до 33%.

Ключевую роль НПФ и КУПА сыграли и в возникновении внутреннего рынка суверенных облигаций республики, а также в формировании их цены на международном рынке.

*«1998 год – все признали, что программа «голубые фишки» не сработала. Но зато успешно стартовала накопительная пенсионная система. Более того, когда разразился мировой финансовый кризис, она по-*

### АУКЦИОННЫЙ СПРОС НА МЕККАМ И НОТЫ В 1998 ГОДУ



зволила поддержать репутацию Казахстана, как эмитента, – считает **Азамат Джолдасбеков**, который с 1995 по ноябрь 1997 года занимал руководящие должности на Казахстанской межбанковской валютно-фондовой бирже и Алматинской бирже финансовых инструментов (AFINEX). – В то время на фоне падения ценных бумаг России и азиатских рынков казахстанские еврооблигации (это были их первые выпуски) тоже сильно упали в цене. Тогда в срочном порядке объединились три госоргана: Национальная комиссия приравнивала инвестиции в казахстанские еврооблигации к инвестициям в государственные ценные бумаги; Нацбанк дал подтверждение, что покупка этих еврооблигаций не является вывозом капитала и, соответственно, не требует соблюдения каких-либо разрешительных процедур; а Минфин дал разъяснения, что покупка еврооблигаций не влечет за собой никакие налоговые обязательства, потому что они являются госбумагами и, соответственно, доходы по ним полностью освобождены от налогообложения. Казахстанская фондовая биржа совместно с Центральным депозитарием очень оперативно выстроили схему реимпорта еврооблигаций обратно в Казахстан. Открыли канал, и отечественные НПФ мгновенно скупили все казахстанские еврооблигации. По результатам 1998 года казахстанские накопительные пенсионные фонды показали доходность 30% в валюте. Это был первый большой рекорд доходности, до сих пор не превзойденный».

Действительно, дефолт России по внешним заимствованиям привел к обвалу цен на казахстанские евроноты. «Чистые» цены суверенных облигаций первого и второго выпуска снизились в течение августа на 1 500 и 4 000 процентных пунктов. В результате обязательства Министерства финансов Казахстана на международном рынке давали инвестору гораздо большую доходность, чем на внутреннем. С другой стороны, в августе 1998 года под влиянием российского кризиса скорость девальвации национальной валюты Казахстана значительно выросла и потребность отечественных инвесторов в финансовом инструменте, защищающем вложенные средства от девальвации, встала особенно остро.

В этой связи KASE совместно с НКЦБ уже в конце сентября 1998 года приступила к подготовке вывода казахстанских евронот на внутренний рынок, чтобы предложить этот финансовый инструмент инвесторам и, прежде всего, КУПА. С помощью профессиональных участников рынка была разработана и реализована схема хранения и учета евронот, система расчета по сделкам и методы котирования евронот в торговой системе биржи.

5 октября Директорат НКЦБ выпустил постановление №158 «О сделках с международными государственными ценными бумагами Республики Казахстан»<sup>23</sup>, которое предусматривало обязательную регистрацию сделок с участием пенсионных активов на KASE, а также обязательное проведение сделок только на биржевой площадке, если в качестве контрагентов выступают резиденты Казахстана.

Первая сделка по евронотам Казахстана с участием активов НПФ была зарегистрирована на внебиржевом рынке 19 октября: одной из КУПА в поль-

зу фонда совершена операция по евронотам KAZAKHSTAN-99 в объеме 290,5 тыс. долларов США. Причем доходность покупателя составила 28,417% годовых. На KASE торги евронотами были запущены 19 октября 1998 года, а первая биржевая сделка проведена 23 октября. Участники торга имели возможность работать как в режиме автоматического заключения сделок, так и в режиме индикативных котировок. Всего по евронотам было проведено 52 торговые сессии, а объем торгов по итогам 1998 года в номинальном выражении составил 18,3 млн долларов США, или в дисконтном – 1 376,8 млн тенге.

Динамика цен биржевых и внебиржевых сделок полностью коррелировала с котировками, складывающимися на мировом рынке. Появление устойчивого спроса на евроноты Казахстана со стороны внутреннего инвестора (НПФ) привело к быстрому росту котировок суверенных облигаций, публикуемых ISMA.

Операция по заведению на внутренний рынок суверенных еврооблигаций оказалась настолько успешной, что чуть позже эта схема была использована уже на рынке НЦБ. В первый день февраля 1999 года процедуру листинга на KASE прошли еврооблигации «Kazkommerts International B.V.»,<sup>24</sup> которые стали первыми корпоративными облигациями в официальном списке ценных бумаг биржи.

В 1998 году были приняты два очень важных закона, имеющие прямое влияние на развитие рынка НЦБ Казахстана – «О товариществах с ограниченной и дополнительной ответственностью»<sup>25</sup> и «Об акционерных обществах»<sup>26</sup>. Это позволило «расшить» острую проблему почти двукратного разрыва между общим числом зарегистрированных АО и числом АО, зарегистрировавших эмиссии своих акций, что указывало либо на большое количество «мертвых», нефункционирующих юридических лиц, либо на наличие акционерных обществ, не выполняющих установленные для эмитентов обязанности. Нормы нового законодательства позволили НКЦБ только в 1998 году признать несостоявшимися 2 264 эмиссии акций суммарной номинальной стоимостью более 86 млрд тенге.

Сама биржа в условиях заморозки программы «голубых фишек» все большее внимание стала уделять привлечению предприятий «второго эшелона». Были значительно смягчены требования к категории «В», предлистинг был отменен, а сектор «Нелистинговые ценные бумаги» был разделен на два уровня доступа.

Биржа совершенствовала процедуры торгов. Так, с 10 февраля 1998 года, когда состоялись первые торги по внутренним ГЦБ Казахстана, изменился регламент проведения торгов. С апреля, согласно решению Правления KASE и на основании решения Биржевого совета, был установлен новый регламент торгов ГЦБ: первая биржевая сессия: 11:30 – 13:00 алматинского времени; вторая биржевая сессия: 14:00 – 15:30 алматинского времени; третья биржевая сессия: 15:45 – 18:00 алматинского времени. Были внесены изменения в регламент расчетов по НЦБ. Также в апреле Биржевой совет утвердил типовой Договор о членстве на KASE. А с 18 июня начата передача хода и результатов торгов НЦБ и ГЦБ на терминалы REUTERS в режиме реального времени. Это



Изменения коснулись: либерализации листинговых требований KASE и требований к профессиональным участникам рынка; усиления роли биржи и АБД РЦБ как саморегулируемых организаций и других.

Также был принят «Кодекс этики поведения членов Казахстанской фондовой биржи» и принципиальным изменениям подверглись основы работы Арбитражной комиссии KASE.

Параллельно специалистами биржи велась разработка котировочной торговой системы (КТС) – специального программного блока, который позволил бы брокерам работать на бирже в режиме индикативных котировок. То есть так, как они привыкли работать на внебиржевом рынке: с конкретным контрагентом по договорной цене, минуя автоматический механизм удовлетворения заявок. При этом каждый участник мог выставить в системе свои авторизованные заявки, видеть все заявки других участников и выбрать партнера в сделке по своему усмотрению. Первые регулярные торги в КТС, запуск которой по сути разрешил проблему создания в Казахстане внебиржевой котировочной системы, были открыты 15 июля 1998 года.

Новый уровень биржевого сервиса не замедлил дать свои плоды. Количество акций, выведенных на торги KASE по инициативе брокеров, в течение 1998 года возросло в девять с лишним раз, а число финансовых инструментов, выведенных на торговые площадки биржи самими эмитентами, увеличилось в полтора раза. При этом капитализация биржевого рынка выросла с 1 340,9 млн до 1 834,9 млн долларов США в эквиваленте, а суммарный оборот сделок на KASE увеличился в 11,3 раза.

## СПОК И РЦБ

Введение 5 апреля 1999 года свободно плавающего обменного курса тенге к доллару США (СПОК) для фондового рынка оказалось не менее шоковым, чем для валютного. К примеру, оно привело к стагнации вторичного рынка ГЦБ Казахстана в апреле и мае 1999 года. И лишь начиная с июня, объем операций, в результате предпринятых мер на правительственном уровне, стал постепенно восстанавливаться.

Необходимость срочного принятия комплекса антикризисных мер заставила правительство по-иному взглянуть на этот сектор. От непрерывного наращивания внутреннего и внешнего долга, выпущенного в виде ГЦБ, Министерство финансов перешло в основном к его реструктуризации. В частности, вместо МЕККАМ и нот Министерство финансов и Национальный Банк предложили рынку новые финансовые инструменты: индексированные по девальвации ГЦБ. Их номинальная стоимость выражалась в долларах США, а все обслуживание осуществлялось в тенге по официальному курсу к доллару США (МЕКАВМ и валютные ноты Национального Банка). С целью защиты активов НПФ от девальвации, возникшей при переходе на СПОК, 9 апреля правительство выпустило АВМЕКАМ – специальные валютные государственные облига-

ции Республики Казахстан. Они были обменены на МЕККАМ, номинированные в тенге, приобретенные НПФ за счет пенсионных активов и находящиеся в их портфеле по состоянию на 3 апреля 1999 года. Министерство финансов досрочно выкупало МЕККАМ и использовало полученную выручку в тенге для оплаты АВМЕКАМ по текущей стоимости конвертируемых ГЦБ. Оплата покупки АВМЕКАМ производилась в национальной валюте по курсу 88,3 тенге за один доллар США. В результате значительная часть активов вкладчиков пенсионной системы Казахстана была проиндексирована по изменению курса тенге к доллару США, возникшему в результате введения СПОК. Позднее АВМЕКАМ стали первыми ГЦБ, по которым на KASE появился маркет-мейкер.

Но именно события на валютном рынке послужили запуску внутренних выпусков гособлигаций, индексированных к изменению курса тенге по отношению к доллару США. Это дало толчок к развитию целого сектора ценных бумаг, деноминированных в иностранной валюте, заложило основу для выпуска среднесрочных индексированных облигаций местных исполнительных органов.

Биржа продолжала работать над расширением биржевого сегмента этого рынка. Главная цель состояла в создании максимального комфорта участникам торгов ГЦБ, включая как торговый, так и расчетный сервисы. Параллельно совершенствовалась нормативная база. Расширение услуг биржи по предоставлению удаленного доступа к торгам, постоянная модификация торговой системы, системы обеспечения оперативности расчетов и подтверждения сделок привели в 1999 году на площадку крупнейших операторов рынка.

Тогда же совместно с НКЦБ удалось решить застарелую проблему казахстанского вторичного рынка ГЦБ: 5 июля 1999 года на KASE был открыт сектор репо-операций, а со 2 августа 1999 года введен запрет на проведение прямых сделок (без использования метода непрерывного встречного аукциона) в секторе купли-продажи ГЦБ. Благодаря этому, начиная со 2 августа, казахстанский рынок получил два очень важных объективных рыночных индикатора: истинную стоимость «коротких» денег и истинную рыночную доходность ГЦБ на вторичном рынке к погашению.

До этого объективное вычисление данных индикаторов было практически недоступно рядовому инвестору, так как цены ГЦБ в подавляющем большинстве включали в себя ставки репо, известные лишь участникам сделки. Иметь представление об этих индикаторах (и то далеко не точное) могли лишь дилеры, постоянно работающие на рынке. Благодаря информационной деятельности KASE и учрежденному биржей Информационному агентству финансовых рынков «ИРБИС», в 1999 году была достигнута максимальная информационная прозрачность вторичного рынка ГЦБ Казахстана.

В течение 1999 года KASE так и не ввела комиссионный сбор с участников за торговлю ГЦБ на своей площадке. Исключение составляет лишь торговля АВМЕКАМ, где комиссия была введена исключительно с целью поощрения работы маркет-мейкера этих облигаций. KASE последовательно развивала сектор отечественных ГЦБ, превращая его в информационно прозрачный, ликвидный и доступный рядовому (в том числе массовому) инвестору рынок.

Эта работа была продолжена в 2000 году, который для рынка ГЦБ выдался гораздо более спокойным. Объем погашения ГЦБ впервые превысил объем их размещения, а доходность по краткосрочным бумагам снизилась более чем вдвое. Произошло это в связи с тем, что у госбюджета страны была относительно невысокая потребность в заимствованиях. Общая ситуация этому тоже способствовала: существенное снижение темпа девальвации тенге к доллару США (с 64,2 до 5,2%) позволило во втором квартале отказаться от выпуска индексированных к девальвации МЕКАВМ. Министерство финансов снизило объемы заимствования и увеличило сроки размещения ГКО.

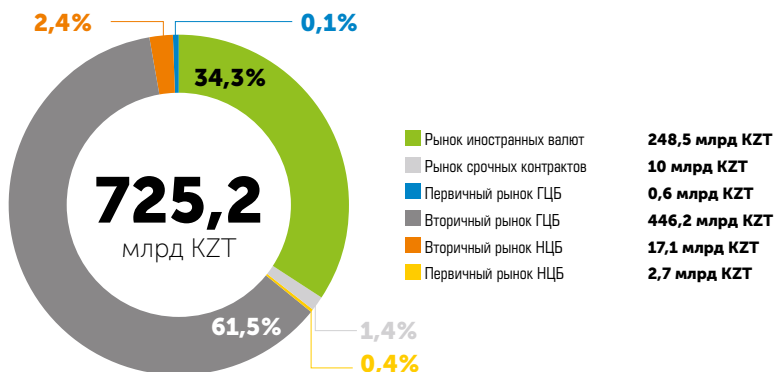
Тренд на увеличение среднесрочных бумаг начался в 1997 году. Ранее выпускались только «короткие» бумаги со сроком обращения три, шесть и 12 месяцев.

В целом за год сумма государственного долга Казахстана, выпущенного в виде ГЦБ на внутреннем и внешнем рынках, выросла с 1,434 млрд до 1,818 млрд долларов США в номинальном выражении. На начало года номинальная стоимость ГЦБ Минфина и муниципальных органов составляла 105,5 млрд тенге, тогда как на конец года этот показатель снизился до 68,9 млрд.

В мае 2000 года все находящиеся в обращении среднесрочные индексированные к девальвации АВМЕКАМ были обменены на евроноты суверенного долга Казахстана четвертой эмиссии. В результате доля внутренних ГЦБ, привязанных к изменению стоимости доллара США, снизилась за год с 44,5 до 9,1% от всего внутреннего долга Министерства финансов.

Полностью восстановился и вторичный рынок ГЦБ. Его объем вырос в 2000 году в 2,64 раза – до 625,4 млрд тенге. На расширение рынка в основном оказало влияние два фактора. Главный – высокая ликвидность в финансовом секторе, которая особенно ощущалась в последнем квартале 2000 года. Определенную роль сыграл и рост капитализации рынка.

### ОБЪЕМ И СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА В 2000 ГОДУ





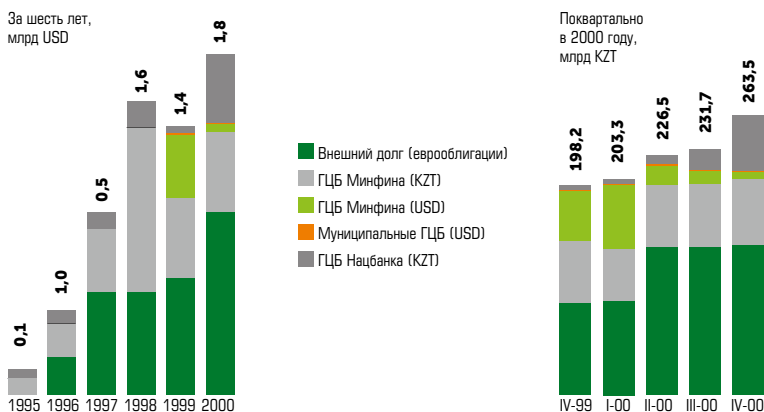
В этом сегменте рынка произошло еще одно событие. В мае Биржевой совет KASE принял решение об организации Сектора мелких лотов, который открыли 3 июля. В нем за год было проведено 60 сделок с евронотами Казахстана на сумму 7,4 млн долларов США номинальной стоимости долга. Объем сделок составил 1,2 млрд тенге – 0,27% от всего оборота ГЦБ на KASE и 0,73% – от всего оборота в секторе купли-продажи ГЦБ на KASE. К сожалению, розничный инвестор в сектор так и не пришел ввиду низкой доходности евроноты и значительных транзакционных издержек при работе в нем. Тем не менее, рынок ГЦБ на KASE сложился как с точки зрения разработанной нормативной базы, созданной инфраструктуры и системы расчетов, так и с точки зрения состава участников.

## НА ПОРОГЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА»

Но рынок уже был готов не только к ГЦБ, но и ценным бумагам корпоративного сектора. В первую очередь, к более надежным облигациям.

«В 1999 году первыми «ласточками» – предвестниками случившегося вскоре «облигационного бума» – в нашем официальном списке появились евроноты Казкоммерцбанка, – рассказывает Галина Цалюк, управляющий директор, директор департамента листинга KASE. Потребности новых казахстанских институциональных инвесторов – накопительных пенсионных фондов – в инвестировании пенсионных накоплений росли очень быстрыми темпами. Это и стало основной причиной случившегося»

### ОБЪЕМ И СТРУКТУРА КАЗАХСТАНСКОГО ДОЛГА, ВЫПУЩЕННОГО В ВИДЕ ГЦБ (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА)

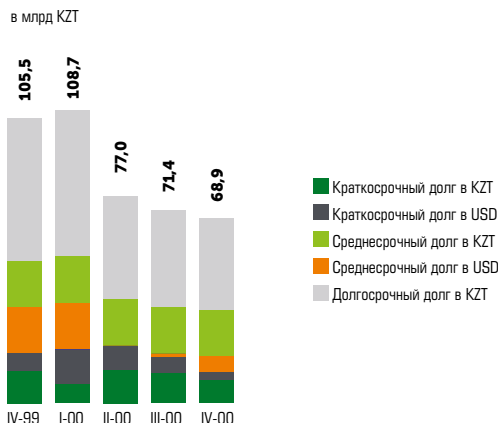


«облигационного бума». Сначала на бирже активно начали размещаться муниципальные облигации, а за ними пошли и корпоративные. Активность была потрясающая. Спрос на бумаги практически всегда превышал предложение»<sup>27</sup>.

В 2000 году рынок ценных бумаг Казахстана стал заметен как составляющая экономики, которая, во-первых, позволяла решать задачу неинфляционного покрытия госбюджета, а во-вторых, задачу небанковского финансирования реального сектора. Перечень инструментов расширился. Сделки заключались по иностранным валютам, ГЦБ, негосударственным эмиссионным ценным бумагам и срочным валютным контрактам, проводились размещения муниципальных ценных бумаг и негосударственных корпоративных облигаций. Суммарный оборот всех секторов организованного финансового рынка по сравнению с 1999 годом вырос в 1,64 раза до 27,9% от ВВП (в 1999 году – 21,9%), и еще никогда в республике организованная составляющая финансового рынка не контролировала столь высокий оборот денег. Биржа связывала эти показатели в первую очередь с успехами Казахстана в экономическом развитии.

Устойчивый рост характеризовал большинство секторов рынка. Наибольший прирост – в 7,1 раза – был зафиксирован в секторе НЦБ, который отражал динамичное развитие рынка корпоративных облигаций. Интерес к ним проявляли КУПА. Непрерывный рост активов пенсионных фондов Казахстана и ресурсной базы БВУ требовал расширения объемов инвестиций в реальный сектор экономики, и такая возможность была частично использована.

### ОБЪЕМ И СТРУКТУРА ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА МИНИСТЕРСТВА ФИНАНСОВ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОРГАНОВ В 2000 ГОДУ (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА)



«Потребность проведения листинга корпоративных облигаций на бирже появилась только с приходом пенсионных фондов, – считает **Дамир Карасаев**, Президент ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» с апреля 1999 по апрель 2002 года. – Одним из числа первых, который запомнился мне больше всего, был выпуск облигаций «Алматы Кус». АО «Казкоммерц Секьюритиз» провело очень большую работу по подготовке выпуска – был подготовлен хороший меморандум о компании. Спрос на бумаги «Алматы Кус» был хороший, в целом облигации оказались достойной альтернативой банковскому депозиту. Объемы тогда были копеечные. Не помню точно, но, по-моему, объем выпуска тогда составил 15 млн долларов. От нынешних те объемы выпусков отличались в разы. Облигации были номинированы в долларах, но все расчеты шли в тенге по курсу биржи.

На бирже работала профессиональная команда людей, которая показала, что если что-то правильно они делают, то сегмент, на который направлены их усилия, развивается, конечно, если позволяют рыночные условия. Сейчас можно с уверенностью сказать, что после создания пенсионных фондов бирже представилась историческая возможность показать, что она свой сегмент рынка ценных бумаг умеет развивать»<sup>28</sup>.

Важнейший тренд 2000 года – повышенный интерес к корпоративным облигациям, который привел к явлению, названному позже в СНГ казахстанским «облигационным бумом». Впервые в истории республики банки и предприятия исключительно по собственной инициативе стремились вывести свои облигации в официальный список KASE категории «А», получая тем самым доступ к активам пенсионных фондов. Первопроходцем здесь стало ОАО «Комирбанк»<sup>29</sup>. В рамках аукциона, прошедшего на бирже 18 февраля открытым способом, его годовые купонные именные облигации, индексированные по изменению курса тенге к доллару США, были размещены по ставке 12,26% годовых.

Высокий спрос вызвали бумаги ЗАО «ННК «Казахойл»<sup>30</sup>, выпущенные по тем временам на очень крупную сумму – 25 млн долларов США. Их размещение проходило на KASE 23 июня 2000 года, и было третьим после ОАО «Комирбанк» и ОАО «Алматы Кус». При этом, как считали некоторые эксперты, «Казахойл» остро не нуждался в такого рода заимствовании. Эмиссия была организована в основном в целях поддержки фондового рынка страны и предоставления НПФ качественного объекта для инвестиций.

Высокий спрос на корпоративные облигации позитивно повлиял на уровень их доходности и вынуждал банки снижать ставки кредитования под давлением конкуренции со стороны облигационного рынка. Все это сделало деньги инвесторов более доступными не только крупным компаниям, но и средним предприятиям. Некоторым из них удалось успешно разместить свои обязательства на фондовом рынке и получить относительно дешевые деньги для развития производства.

В секторе НЦБ на KASE 2000 год можно с полным правом назвать годом облигационных выпусков, так как упомянутое выше расширение сектора

произошло в основном благодаря быстрому развитию рынка корпоративных облигаций.

На конец года общая капитализация биржевого рынка облигаций оценивалась в номинальном выражении в 176,8 млн долларов США. За год рост составил 5,8 раза, что и дало основание говорить о казахстанском облигационном буме. Нигде в СНГ, включая Россию, не было ничего подобного. Казахстан держал лидерство на этом рынке вплоть до кризисного 2009 года. Мотивация компаний войти в официальный список KASE категории «А» была понятной: она открывала путь к инвестиционным ресурсам НПФ. Поэтому расширение рынка шло именно в этом направлении. И НПФ были тогда только в Казахстане.

В связи с появлением на бирже корпоративных облигаций торговый список KASE был поделен на сектор акций и сектор облигаций. Всего в торговых списках биржи на конец года значились ценные бумаги 81 наименования от 54 эмитентов. В том числе в официальном списке – 39, а в списке «Нелистинговые ЦБ» – 42 наименования. На конец года общая капитализация компаний, акции которых находились в списках ценных бумаг KASE, оценивалась в 1 342,3 млн долларов США, или в 195,2 млрд тенге.

Тем не менее, для пенсионных фондов, которые стали стремительно наращивать активы, этих объемов было недостаточно.

*«В основном мы смотрели на облигации. Для пенсионных фондов, как консервативных инвесторов, это был лучший инструмент. На тот момент в портфеле нашего фонда «Улар» было до 99% облигаций, – вспоминает Дмитрий Жеребятъев, региональный менеджер компании Finastra, работавший в тот период в КУПА «Жетысу». – Теперь есть понимание, что, запуская накопительную пенсионную систему, государство все-таки должно было продумать систему инструментов, в которые можно было инвестировать пенсионные активы. Изначально ставка делалась на «голубые фишки», в которые было решено инвестировать пенсионные активы. А банковские депозиты, напротив, планировалось ограничить – вплоть до введения налога. Этого не произошло: развитой системы инвестирования не сложилось, и пенсионные деньги плавно начали направляться в банковский сектор».*

Но это была проблема не регулирования, не фондовой биржи, а всей трансформировавшейся экономики, которая переходила от плановой модели к рыночной, и не поспевала за потребностями новых рыночных институтов.

В этот период биржа активно работала над улучшением внутренней документации, процедур. Так, 1 июля 2000 года вступила в силу новая редакция внутреннего документа KASE, регламентирующая расчеты по итогам торгов ценными бумагами. В нем впервые на KASE была разработана правовая основа, позволяющая вести расчеты по результатам торгов НЦБ с использованием неттинга.

## ЭВОЛЮЦИЯ БРЕНДА

В первые шесть лет своей деятельности KASE пришлось пройти через целый ряд переименований, перерегистраций и реорганизаций и, даже два года без малого просуществовать сразу в двух юридических ипостасях. Львиная доля этих «зигзагов» была напрямую связана с зарождением и становлением фондового рынка как такового и его нормативно-правовой базы. Хронологически этот процесс выглядел так:

- 30 декабря 1993 года зарегистрировано самостоятельное акционерное общество закрытого типа «Казахская межбанковская валютная биржа».
- 3 марта 1994 года биржа перерегистрирована как «Казахстанская межбанковская валютная биржа».
- 12 июля 1995 года зарегистрировано новое наименование – «Казахстанская межбанковская валютно-фондовая биржа». Появление «фондовой» составляющей в названии биржи отражало решение общего собрания акционеров распространить ее деятельность на рынок ценных бумаг.
- 12 апреля 1996 года Управление юстиции г. Алматы осуществило государственную перерегистрацию биржи в связи с изменением ее наименования на ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» (КФБ). В тот же день было зарегистрировано дочернее предприятие биржи – ТОО «Казахстанская валютная биржа», на торговую площадку которого планировалось перевести торги по иностранным валютам. Такая реорганизация была вызвана рекомендацией НКЦБ привести название и деятельность биржи в соответствие с нормами Указа Президента РК «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 21 апреля 1995 года, который содержал запрет на выполнение фондовыми биржами функций товарной биржи.
- 13 июня 1996 года Дирекция биржи решила ликвидировать ТОО «Казахстанская валютная биржа», так как Биржевым советом в повестку дня обшего собрания акционеров был включен вопрос о выделении из состава КФБ уже акционерного общества под условным наименованием «Казахстанская валютная биржа».
- Поскольку новый Закон РК «О рынке ценных бумаг» от 5 марта 1997 года не позволял фондовой бирже осуществлять функции «иных бирж», 12 апреля 1997 года общее собрание акционеров приняло решение о завершении реорганизации КФБ путем выделения в отдельное юридическое лицо – ЗАО «Алматинская биржа финансовых инструментов» (AFINEX).
- 3 июля 1997 года в связи с трансформацией части акций КФБ в акции AFINEX ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE<sup>31</sup>) прошло очередную перерегистрацию Министерства юстиции РК. А 30 июля 1997 года свидетельство о государственной регистрации получило ЗАО «Алматинская биржа финансовых инструментов» – специализированный организатор торгов иностранными валютами и срочными контрактами на иностранные валюты. Такое разделение имело чисто юридический и искусственный характер. На практике коллектив обеих бирж по-прежнему представлял собой единую команду, использовал одну и ту же торговую систему, материально-техническую базу и технологии.
- 10 июля 1998 года, во многом благодаря усилиям биржевиков, в Закон «О рынке ценных бумаг» были внесены уточнения: запрет для фондовой биржи на деятельность «иных бирж» сузили до «товарных бирж». А поскольку валюты в официальный список биржевых товаров не входили, KASE и AFINEX получили право на воссоединение.
- К 1 апреля 1999 года все юридические процедуры по слиянию биржевых площадок были закончены, и имя «Казахстанская фондовая биржа», как и всем известная аббревиатура KASE, остаются неизменными по сей день.

К ключевым итогам года можно отнести завершение формирования первичного рынка НЦБ и вторичного рынка корпоративных облигаций, а также становление сектора репо-операций. Официального открытия сектора репо по НЦБ, как такового, на KASE не было. Сектор реально заработал по инициативе брокеров в марте 2000 года, однако говорить о нем, как о зрелом даже в конце 2000 года было еще нельзя. Спектр используемых инструментов был очень узким, сроки репо сильно варьировали, а ставки часто не отвечали реальному рыночному уровню. Первая «официальная» сделка репо по НЦБ была проведена на бирже 14 марта, всего же за год прошло 40 репо-сделок на общую сумму 3 168,7 млн тенге.

В 2000 году биржа смогла преодолеть и одну из негативных тенденций 1999 года на рынке НЦБ – большое количество договорных сделок, при заключении которых рыночное ценообразование отсутствовало. Такие сделки назывались прямыми. При этом удалось обойтись без административных мер: доля рыночных сделок, заключенных в торговой системе KASE методом встречного аукциона, неуклонно росла и в конце года превысила 90%.

\* \* \*

Первый этап становления фондового рынка Казахстана остался позади. Это было время поиска, проб и ошибок, первых побед и неудач, совместной работы частного сектора и государства. Начавшись с белого листа, рынок постепенно приобрел основные элементы, необходимые для его дальнейшего развития: базовое законодательство и независимого регулятора, первых эмитентов и институциональных инвесторов, профессиональных участников и единую универсальную биржевую площадку.

По итогам 2000 года KASE добилась впечатляющих результатов. Суммарный оборот всех секторов организованного финансового рынка составил 27,9% от ВВП страны. Рост объема операций на KASE наблюдался в большинстве секторов рынка. Наибольший прирост – на 613,1% или в 7,1 раза – зафиксирован в секторе НЦБ. И этот рост, в первую очередь, обеспечил динамичный темп развития рынка корпоративных облигаций. Роль в расширении биржевого оборота НЦБ сыграло увеличение объема репо-операций, который составил 16% от всего объема сделок с НЦБ и 18,6% от объема вторичного рынка НЦБ на KASE.

Семена были посеяны и возвращены. Наступила пора обильной жатвы «нулевых лет»...



*Годовое общее собрание акционеров КМВФБ, 1995 год*

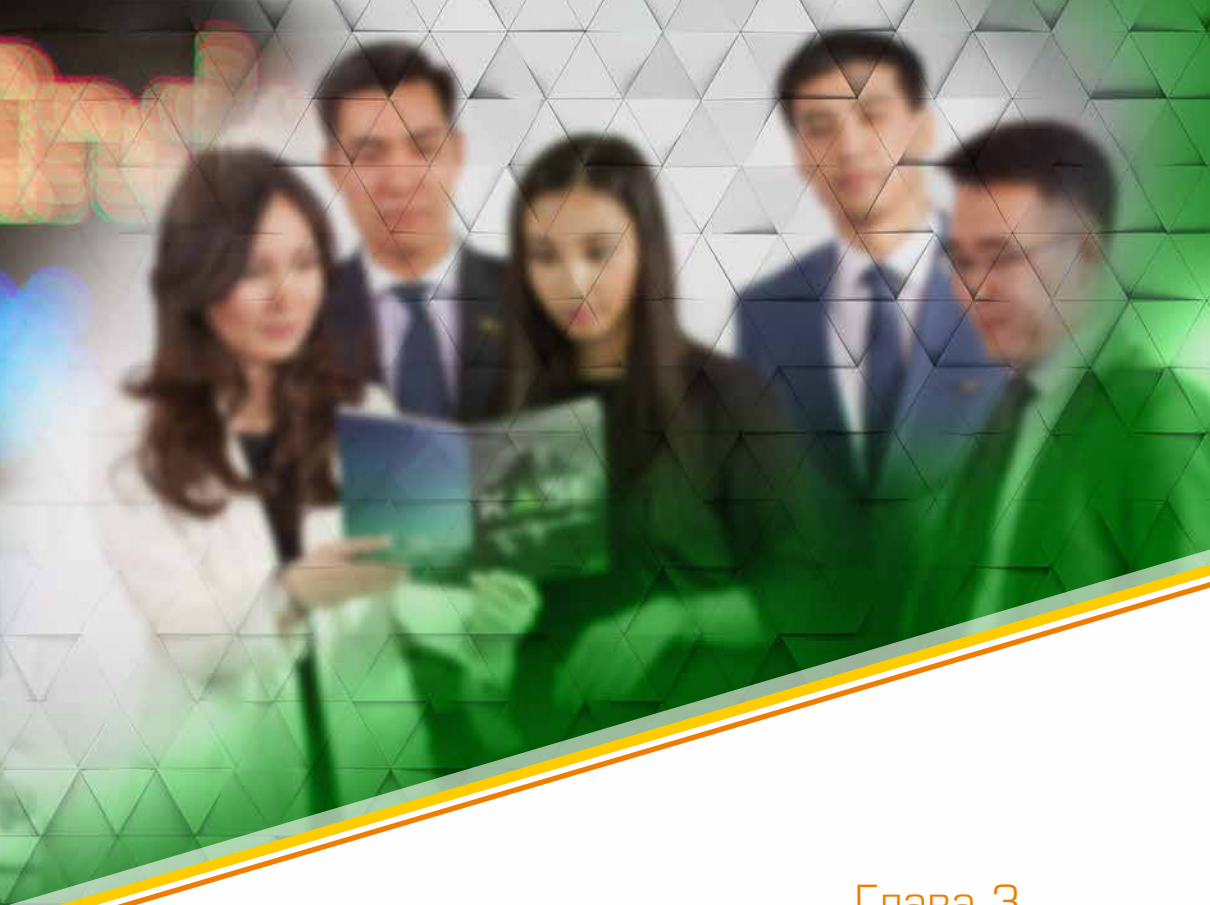


*Семинар профессиональных участников  
рынка ценных бумаг Казахстана, 1997 год*



**K**▲**SE**





Глава 3

# ТРАЕКТОРИЯ РОСТА

**РЫНОК ГЦБ: ВРЕМЯ И БРЕМЯ «ПЕРЕГРЕВА»**

**РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ:  
НА ВОЛНЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА»**

**РЫНОК АКЦИЙ: ОТ СКЕПСИСА К ЭЙФОРИИ**

**СЕКТОР ТОРГОВЛИ ГПА: НЕ ТОЛЬКО «СТРАТЕГАМ»**

**РЫНОК ОПЕРАЦИЙ РЕПО: НАЧИНАЕТ И ВЫИГРЫВАЕТ**

**РЫНОК ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ: ЗВЕЗДНЫЙ ЧАС ТЕНГЕ**

## Глава 3.

# ТРАЕКТОРИЯ РОСТА

Первый год нового века обозначил явное вступление казахстанской экономики в фазу уверенного роста, которая продлилась вплоть до 2007 года. Среднегодовые темпы прироста ВВП в этот период достигали 10%, поэтому многие эксперты называют его не иначе как «тучные годы».

Инвестиционный климат страны был очень благоприятен. Иностранные инвестиции текли рекой<sup>1</sup>. Однако эти потоки шли, как правило, в акционерный капитал казахстанских предприятий с иностранным участием. Если же говорить о рынке заемного капитала, то здесь отмечался явный крен в сторону краткосрочного кредитования, тогда как реальная экономика нуждалась в долгосрочном финансировании. Эта диспропорция спроса и предложения диктовала рынку обновление приоритетов. И Национальный Банк, возглавляемый в тот период Григорием Марченко, акцентировал внимание на поиске длинных денег. На внутреннем рынке их источником выступили растущие активы НПФ. Казахские НПФ существенно влияли и на стоимость зарубежных заимствований, выступая конечными инвесторами казахстанских долговых ценных бумаг, выпущенных в соответствии с иностранным законодательством.

Банки все активнее начали кредитоваться за рубежом, поскольку стоимость заимствования на международных рынках капитала стала падать. Казахстанским эмитентам еврооблигаций на фоне роста стоимости нефти тоже стали охотно давать недорогие и длинные деньги. Параллельно росла выручка нефтяного сектора.

В то же время отечественная экономика была не в состоянии освоить увеличившийся денежный поток. В результате все отчетливее проступали первые симптомы ее перегрева. Наиболее ярко это проявилось в падении ставок государственных ценных бумаг до уровней, которые не были адекватны ни уровню развития экономики, ни ее рискам, ни темпам инфляции. Эта проблема стала очевидной уже в 2002 году, а наиболее остро она встала перед республикой в 2003 году.

Вопрос технологии стерилизации денег не был нов для монетарных властей Казахстана. Новым был, пожалуй, их объем. Из нескольких методов борьбы с перегревом экономики наиболее доступными в тот момент оказались два: изъятие сверхдоходов от экспорта сырья в «копилку» Национального фонда, который был создан в Казахстане по примеру норвежского в мае 2001 года; а также высокая эмиссионная активность государственных институтов. Прежде всего, Национального Банка. Диверсификация экономики как метод борьбы с ее перегревом требовала и большего времени, и наличия бизнеса, который был бы готов развивать новые сектора, и много другого, что невозможно было возникнуть сразу и заработать эффективно.

В описанных условиях потребность в финансировании дефицита государственного бюджета Казахстана резко снизилась, а в 2005 и 2006 годах он и вовсе стал профицитным. Поэтому линия поведения на рынке Министерства финансов изменилась – оно все время пыталось свернуть выпуск новых ГЦБ. В то же время риск потерять рынок и инвесторов в будущем, наличие все время растущих пенсионных активов, требующих достойных объектов вложения, заставили Министерство финансов сфокусироваться на удлинении и особенно – на удешевлении своего долга. Национальный Банк, оставшийся практически один на один с нарастающей денежной массой, был вынужден резко увеличить эмиссионную активность, так как его главной задачей являлось управление инфляцией в стране. Ноты позволяли «убирать» с рынка избыточную ликвидность, чтобы она не давила на инфляцию.

Таким образом, на фоне, казалось бы, нарастающего благополучия, когда «деньги рекой текут», в экономике Казахстана стали нарастать риски и дисбалансы...

## **РЫНОК ГЦБ: ВРЕМЯ И БРЕМЯ «ПЕРЕГРЕВА»**

Динамика государственного долга, выпущенного в виде ГЦБ в 2001–2006 годах, демонстрировала его рост почти в пять раз – с 1,6 до 7,6 млрд долларов США, с последующим снижением в предкризисном 2007-м до 6,3 млрд. Под воздействием экономической ситуации его структура, основные параметры и сами приоритеты эмиссий ГЦБ за семь «тучных лет» кардинально изменились. Изменилась и роль на этом рынке KASE, которой в конце концов удалось завести на свою площадку первичные размещения облигаций Министерства финансов.

### **Ключевой инвестиционный инструмент...**

К началу 2001 года Министерство финансов стало испытывать гораздо меньше потребности в привлечении заемных средств для финансирования бюджета. Благоприятная для Казахстана конъюнктура мировых сырьевых рынков обеспечивала необходимые поступления в казну.

В условиях нарастания тенговой ликвидности количество институциональных инвесторов и, соответственно, размеры их активов росли, а дефицит объектов инвестиций сохранялся.

Это позволило Министерству финансов заняться реструктуризацией своего долга в сторону удлинения, постепенно увеличивая объемы эмиссии среднесрочных облигаций и выводя на рынок новые инструменты. Используя повышенный спрос на свои бумаги, Минфину удавалось быстро снизить стоимость обслуживания эмитируемого долга и зафиксировать ставки купонного вознаграждения.

В итоге первичный рынок МЕКАМ и нот Национального Банка превратился в своеобразный «депозитный магазин», куда профессиональные участники рынка обращались для размещения денег по заранее известной доходности. НПФ конкурировали между собой на размещениях бумаг, тем самым опуская их реальную доходность в отрицательную зону.

О стабилизации в сфере государственных финансов свидетельствовал и факт первого появления на первичном рынке государственных ценных бумаг МАОКО – специальных компенсационных казначейских облигаций. Они были выпущены Министерством финансов 29 декабря 2002 года на сумму 12,5 млрд тенге. Это было средство компенсации вкладов населения, хранившихся на счетах бывшего Казахского республиканского сберегательного банка СССР. Министерство финансов передало эти облигации своему финансовому агенту – Народному банку<sup>2</sup>, который приступил к реоформлению остатков вкладов в облигации с 1 марта 2003 года. Так государство подтвердило свое намерение заботиться о благосостоянии граждан и компенсировать обесценение рублевых вкладов.

Рост и изменение структуры первичного рынка ГЦБ происходили в основном за счет увеличения объема эмитированных нот НБРК и среднесрочных МЕКАМ Министерства финансов. Объем суверенного долга в виде еврооблигаций перестал расти – правительство придерживалось намеченной стратегии отказа от внешних заимствований, используя возможности внутреннего рынка, на котором можно было занимать дешевле и на более длительный срок, наращивая эмиссии МЕОКАМ. Это привело к неуклонному падению доходности уже выпущенных суверенных еврооблигаций для покупателя на вторичном рынке. Данные бумаги сразу же после аллокации на внешнем рынке выкупались казахстанскими НПФ. Как результат, вторичный рынок этих ГЦБ работал в условиях постоянного «перегрева», и спрэд между доходностями евроот Казахстана и американских ГЦБ стремительно сужался. В отдельные моменты, как это ни парадоксально, он даже становился отрицательным. Более того, в 2003 году укрепление тенге к доллару США привело к резкому сжатию вторичного рынка суверенных еврооблигаций Казахстана – продавать эти бумаги по текущим ценам стало просто невыгодно.

Потеря этого некогда доходного инструмента, а также досрочный выкуп Министерством финансов МЕАКАМ, проведенный в 2003 году, только усилили инвестиционный «голод» управляющих пенсионными активами.

С 25 сентября 2003 года в Казахстане вступили в силу новые Правила осуществления деятельности по инвестиционному управлению пенсионными активами, утвержденные постановлением Правления Национального Банка РК от 29 июля 2003 года №264. Впредь все управляющие активами, включая ГНПФ, могли самостоятельно размещать находящиеся в их управлении пенсионные активы, но при этом портфель должен был быть хорошо диверсифицирован и включать максимально надежные негосударственные ценные бумаги.

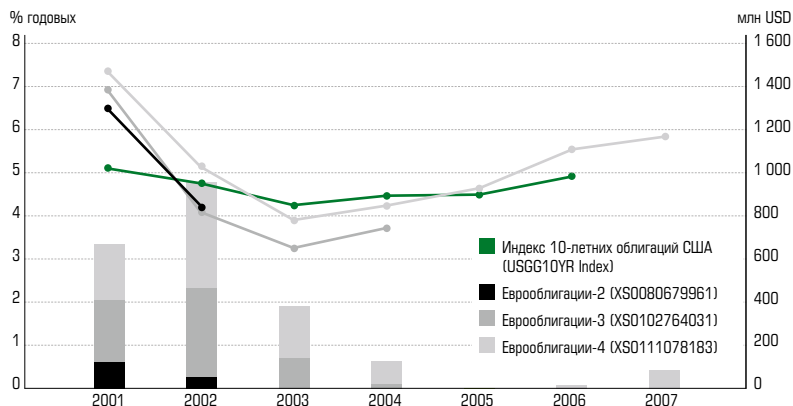
С одной стороны, это давало потенциальную возможность снизить спрос на ГЦБ Министерства финансов и Национального Банка со стороны крупнейшего казахстанского пенсионного фонда – ГНПФ. Но фактически нововведение оказало минимальное влияние на рынок. С другой стороны, это

постановление предписывало ООИУПА в шестимесячный срок продать находящиеся в их инвестиционных портфелях негосударственные облигации, выпущенные иностранными эмитентами (так называемыми SPV («Special Purpose Vehicles»<sup>3</sup>), акционерами которых являются только организации Республики Казахстан. Поскольку облигации SPV пользовались большой популярностью у НПФ, запрет на их приобретение за счет пенсионных активов повлек за собой рост спроса на внутренние ГЦБ МФ и НБК в последующие годы.

Для KASE доминирование банков на финансовом рынке вылилось в постепенное падение биржевой доли на рынке купли-продажи ГЦБ. К примеру, если в 2001 году она составляла 64,8%, то 2002 году снизилась до 57,8%, а в 2003 году – до 49,8%<sup>4</sup>. И это несмотря на то, что KASE не взимала комиссионных сборов с участников торгов ГЦБ. В основном это было обусловлено все более активным вовлечением государственных облигаций в финансовые схемы банков, так как операции с ГЦБ не облагались налогами. Проводились такие сделки, как правило, вне биржи. Кроме того, список Первичных дилеров Министерства финансов был представлен в подавляющем большинстве банками. Именно они приобретали облигации на первичном рынке на льготных условиях, а затем перепродавали их другим инвесторам, в том числе и вне биржи.

Развитие ситуации с избыточной тенговой ликвидностью продолжало оставаться фактором всеобщего беспокойства, и Министерству финансов пришлось обращать все большее внимание на проблемы, решение которых, строго говоря, не входило в прямые обязанности этого государственного органа. Не испытывая сложностей с финансированием доходной части государственного бюджета, оно было вынуждено помогать Национальному Банку в стерилизации рынка от «лишних» денег, а инвесторам – в решении проблемы дефицита финансовых инструментов.

### ЕВРООБЛИГАЦИИ КАЗАХСТАНА: СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ И ОБЪЕМ ОПЕРАЦИЙ КУПЛИ-ПРОДАЖИ НА KASE В 2001–2007 ГОДАХ



О необходимости активно развивать внутренний рынок ГЦБ, чтобы помочь НБРК удерживать тенге от чрезмерного укрепления и обеспечить НПФ Казахстана долгосрочными тенговыми инструментами, министр финансов Ерболат Досаев<sup>5</sup> начал говорить в феврале 2004 года. Задача эта была названа «первостепенной», и решить ее предполагалось путем отказа Минфина от внешних заимствований и выводом на внутренний рынок Казахстана индексированных по уровню инфляции долгосрочных (15–20 лет) сберегательных облигаций специально для нужд НПФ. Министерство финансов озвучило намерение отказаться от института Первичных дилеров на рынке ГЦБ, через которых происходило размещение облигаций, а само размещение проводить на KASE.

В течение 2004 года Министерство финансов, Национальный Банк и KASE провели большую подготовительную работу, результатом которой стали новые Правила выпуска, размещения, обслуживания и погашения государственных казначейских обязательств Республики Казахстан, утвержденные постановлением Правительства РК от 8 сентября №941 и введенные в действие с 1 января 2005 года, а также пакет внутренних документов биржи, регламентирующих порядок размещения на KASE облигаций Министерства финансов. Пока шла подготовка, правительство реализовало изъятие ликвидности через другой механизм – программу развития ипотечного кредитования. В соответствии с ней Казахстанская ипотечная компания провела пять новых выпусков обеспеченных облигаций суммарной номинальной стоимостью 25 млрд тенге.

KASE и технологически, и организационно была готова к переводу первичных торгов ГЦБ на свою площадку – биржа модифицировала торговую систему и разработала расчетные процедуры по результатам торгов по размещению МЕКАМ. Более того, биржа сама выступала инициатором нововведений. Возглавивший в апреле 2002 года Казахстанскую фондовую биржу **Азамат Джолдасбеков**, вспоминая свой второй приход на KASE, рассказывал, что фактически сразу же начал добиваться размещения облигаций Министерства финансов на бирже, поскольку это существенно расширило бы число участников за счет финансовых институтов, готовых купить облигации без посредников, и позитивно сказалось бы на объемах биржевых торгов. Кроме того, можно было использовать прогрессивные биржевые технологии как при сборе заявок, так и при проведении расчетов.

*«Я поехал в Министерство финансов и сказал, что мы хотим запустить площадку для размещения государственных ценных бумаг, которые сейчас продаются через Нацбанк, что мы предлагаем рыночные, прозрачные, очень хорошо обкатанные способы продажи бумаг через биржу. Получилось – Минфин согласился. А где есть первичная торговля, там сам Бог велел запускать торговлю вторичную. К этой вторичной торговле уже потом мы подключили операции репо. Точнее, эти операции еще раньше были запущены, сам механизм был создан. Но одно дело торговать там корпоративными бумагами, которые сегодня есть, а завтра нет, а другое дело – государственными облигациями. С того времени и до сих пор сектор репо с ГЦБ – самый активный на бирже»<sup>6</sup>.*

Исторический момент наступил 27 января 2005 года, когда Министерство финансов провело на KASE первое размещение МЕУЖКАМ, предназначенных для НПФ.

В целом, в 2001–2006 годах увеличение государственного долга Казахстана, выпущенного в виде ГЦБ, часто было обусловлено не нуждами республиканского бюджета, а необходимостью связывать избыточную тенговую ликвидность на рынке и поддерживать отечественных институциональных инвесторов. ГЦБ Министерства финансов по своей сути стали ключевым инвестиционным инструментом для значительного объема активов внутри страны, причем в большой степени это касалось активов пенсионных фондов, которые больше некуда было инвестировать в таких объемах – корпоративный сектор не обеспечивал необходимый уровень инвестиционного качества инструментов. В итоге, даже несмотря на устойчивый профицит бюджета в 2006 году, общий объем долга, выпущенного Министерством финансов, вырос с 1,47 млрд в 2001-м до 3,3 млрд долларов США в 2006-м или в 2,3 раза.

К концу 2007-го потребность в финансировании дефицита бюджета вернулась на повестку дня, что вынудило Минфин повышать привлекательность своих ценных бумаг для инвесторов. Ставки по средне- и долгосрочным МЕКАМ на первичном рынке подскочили на 300–400 базисных пунктов, что было обусловлено влиянием кредитного кризиса и выросшим темпом инфляции.

### ...и инструмент ожидания

Гораздо драматичнее выглядела динамика объема краткосрочных нот Национального Банка, который, борясь с избытком тенговой ликвидности, был вынужден увеличить объем своего долга более чем в 35 раз – с 0,12 млрд в 2001-м до 4,21 млрд долларов США в 2006 году.

Наращение объемов продаж валютной выручки экспортеров на внутреннем рынке привело к необходимости скупки Национальным Банком национальной валюты для сохранения сбалансированного реального обменного курса тенге к валютам стран – основных торговых партнеров Казахстана, а также к доллару США. Выпущенные таким образом в обращение тенге реальный сектор экономики был просто не в состоянии достаточно быстро переварить. В сложившейся ситуации для снижения инфляционных рисков и обеспечения отечественных институциональных инвесторов объектами вложения свободных денег Национальный Банк был вынужден резко увеличить эмиссионную активность. Объем выпуска нот рос в арифметической прогрессии. В отдельные годы складывалась уникальная ситуация, когда половина государственного долга, выпущенного в виде ГЦБ, представляла из себя непогашенные ноты НБРК. Действия Национального Банка объяснялись еще и тем, что Министерство финансов нерегулярно выпускало в обращение новые облигации, и поэтому стерилизацией рынка от свободных тенге ему приходилось заниматься гораздо чаще и на более коротких периодах.

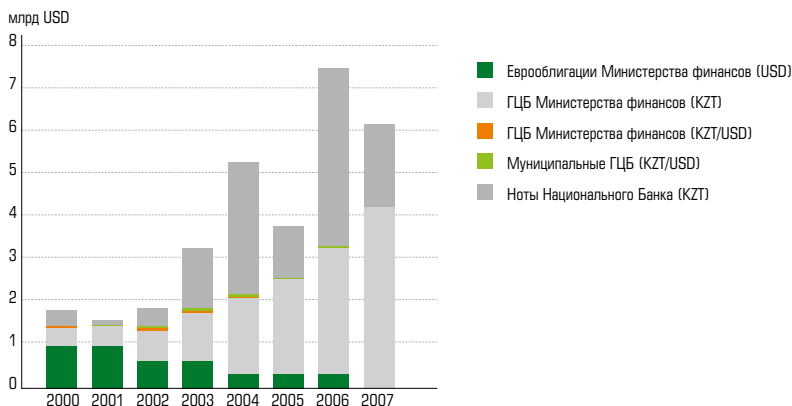
С 21 февраля 2002 года были введены в действие Правила размещения, обращения и погашения краткосрочных нот Национального Банка РК<sup>7</sup> в новой редакции, значительно переработанной по сравнению с предыдущей. Благодаря этому эмитент расширил свои возможности на первичном рынке и, в частности, узаконил досрочное погашение нот. Новые правила, в основном учитывающие пятилетний опыт размещения нот, предоставляли Национальному Банку возможность более оперативно реагировать на изменение денежных агрегатов, но принципиально не меняли сложившийся на рынке порядок.

С 31 мая 2003 года вступили в силу утвержденные постановлением Правительства НБК от 10 апреля 2003 года №109 изменения и дополнения в Правила выпуска, размещения, обращения и погашения краткосрочных нот Национального Банка РК, согласно которым было снято ограничение на максимальный срок обращения нот в 91 день. В результате Нацбанк смог эффективнее управлять своим долгом, оперативно реагируя на изменение конъюнктуры рынка, а также существенно увеличил объем заимствования за счет эмиссии более «длинных» бумаг.

Нужно отметить, что тенденция к удлинению средневзвешенного срока продаваемых на аукционах нот наблюдалась в течение всего периода «тучных лет»: с 65 дней в 2001 году этот показатель вырос до 78 дней в 2002-м, до 155 дней в 2003-м и достиг 244 дней в 2004 году. Уровень спроса на бумаги Национального Банка характеризует, к примеру, тот факт, что уже в 2003 году на отдельных размещениях своих нот эмитент привлекал более 20 млрд тенге, а средний объем одного размещенного выпуска нот в том же году превысил 5 014 млн тенге. И это при том, что реальная доходность продаваемых на аукционах бумаг была ниже текущих уровней инфляции.

Изменение структуры находящегося в обращении долга Нацбанка отразилось и на вторичном биржевом рынке. Все больше активов инвесторы вкладыв-

### ДИНАМИКА ДОЛГА КАЗАХСТАНА, ВЫПУЩЕННОГО В ВИДЕ ГЦБ, НА КОНЕЦ ПЕРИОДА В НОМИНАЛЬНОМ ВЫРАЖЕНИИ ДОЛГА





вали в эти бумаги как в самый короткий «инструмент ожидания». Перепродажа банками субъектам пенсионного рынка этих нот, приобретенных на аукционах, в течение одного-трех дней после размещения являлась самой популярной операцией. Ценовая разница при этом была незначительной и почти не меняла доходность облигаций к погашению для покупателя, однако доходность для продавца была очень высокой.

Тем не менее, как и в случае с ГЦБ Минфина, рынок «продавца» позволял Национальному Банку диктовать условия игры и постоянно снижать доходность своих нот. Особенно ярко это проявилось, когда обслуживание столь объемного долга впервые за несколько лет привело к убыткам НБРК по итогам 2004 года. В этой связи центральный банк активно использовал спрос для удешевления стоимости обслуживания, игнорируя индикативные ставки денежного рынка, которые сам же и устанавливал. Если в 2001 году средневзвешенная эффективная доходность по краткосрочным нотам составляла 8% годовых, то уже в 2005 году она упала до 2,31%.

Примечательно, что в том же 2005 году на фоне продолжающегося роста цен на нефть, стабильного, а иногда и снижающегося курса доллара США к тенге, а также увеличения благосостояния граждан, стал очевиден рост объема валютного кредитования физических лиц. Рост этот существенно превышал увеличение валютной ликвидности у населения и динамику валютных депозитов. Имея свободный доступ к дешевым деньгам за рубежом, банки наращивали кредитование в валюте, скорее всего, понимая, что валютные доходы населения не покрывают их будущие платежи по кредитам. Валютный риск был недооценен, и государство решило заставить банки учитывать этот риск в большей мере.

Выступая в нижней палате Парламента министр финансов Арман Дунаев<sup>8</sup> 30 мая 2005 года заявил, что в ближайшее время будут приняты меры, связанные с увеличением резервных требований для банков второго уровня с целью ограничения объема внешнего заимствования. О том, что новые правила вступят в силу с 1 октября при неизменной норме резервирования (6% от текущих обязательств) стало известно 16 июня. Тогда же глава АФН Болат Жамишев<sup>9</sup> разъяснил суть нововведений, согласно которым база для расчета резервных требований банков будет расширена за счет включения в нее внешних обязательств. При этом из резервных активов будут исключены ранее предусмотренные вклады в НБРК, кредиты «овернайт», предоставленные Нацбанком, и аффинированное золото. Вместе с тем, новый перечень резервных активов стал включать в себя наличные тенге и деньги на корсчетах в Национальном Банке. По мнению регуляторов, все это должно было сделать внешние займы менее привлекательными для казахстанских банков.

Рынок отреагировал на полученную информацию резким увеличением спроса на американскую валюту в июне и, частично, июле 2005 года, то есть задолго до самого принятия новых правил (1 октября). Это позволило Национальному Банку попробовать регулировать рынок через учетные ставки, реальные ставки на денежном рынке, а также через изменение резервных требований к БВУ. В итоге сальдо нетто-заимствования Национального Банка на рынке ГЦБ в 2005 году составило минус 250 млрд тенге.

Однако уже следующей год свел на нет это завоевание – объем непогашенного долга Национального Банка возрос в 3,5 раза до 4,1 млрд долларов США, при этом наблюдался постепенный рост эффективной доходности краткосрочных нот и по последнему аукциону декабря она составила 4,41% годовых. А уже в 2007 году рынку и государству пришлось решать совсем другие проблемы. Приоритеты сместились в сторону поддержания ликвидности в финансовой системе. Это заставило Национальный Банк досрочно гасить свои облигации, выкупая их на вторичном рынке. В результате стоимость находящегося в обращении долга Национального Банка снизилась с 7 млрд в августе до 2 млрд долларов США в декабре 2007 года.

## Муниципальные облигации: акт первый

На начало 2000-х годов пришла первая волна появления на KASE облигаций местных исполнительных органов Казахстана, которые финансисты называли «муниципальные».

Нужно отметить, что опыт заимствований акиматами посредством выпуска облигаций был получен намного раньше. Еще 18 марта 1996 года началось размещение первой серии выпуска первого областного займа «Социальная поддержка населения» Павлодарской области 1995–1997 годов. Проспект эмиссии облигаций общим объемом 100 млн тенге был зарегистрирован в Министерстве финансов под №001. Это были купонные облигации номиналом 1 000 тенге с декларируемой доходностью в размере 35% годовых, выпущенные в бумажной форме и размещенные вне организованного биржевого рынка.

Биржевая история долговых бумаг местных исполнительных органов власти (МИО) началась 29 июня 1999 года, когда к обращению на KASE были допущены муниципальные облигации акимата Мангистауской области. Это были первые ценные бумаги, которые были проданы на KASE путем организации аукциона – так называемых специализированных торгов, и первые казахстанские муниципальные ценные бумаги, допущенные к обращению на бирже.

К тому моменту право МИО выпускать ценные бумаги для финансирования региональных инвестиционных программ было закреплено Законом «О «Бюджетной системе»<sup>10</sup>, а чуть позже Законом «О государственном и гарантированном государством заимствовании и долге»<sup>11</sup>.

Организационные основы нового сегмента биржевого рынка были заложены в виде двух нормативных документов: «Правила допуска государственных ценных бумаг к обращению на бирже» и «Правила проведения аукционов по первичному размещению ценных бумаг», утвержденные 21 июня 1999 года на общем собрании членов KASE и постановлением НКЦБ от 29 июня №358. А главным триггером для выхода акиматов на площадку KASE стало постановление НКЦБ №36 от 24 июня 1999 года, которое позволило КУПА инвестировать в ГЦБ, выпущенные местными исполнительными органами Казахстана, при условии, что эти бумаги получили допуск к обращению в торговых системах KASE, а сами КУПА – разрешение директора НКЦБ на их приобретение за счет пенсионных активов.

## ЛИСТИНГОВАЯ КОМИССИЯ И ЛИСТИНГ НА KASE

Для получения допуска к обращению на KASE и включения в официальный список биржи ценные бумаги проходят процедуру листинга. Существование этой процедуры на бирже имело большое значение во все времена. Но на этапе становления финансового рынка Казахстана она была особенно важна, так как рынок был слабо отрегулирован, и листинг выступал своего рода рейтингом для инвесторов. Кроме того, на этапе прохождения листинга специалисты биржи общаются с эмитентом или его финансовым консультантом, и если эмитент новичок, по сути, происходит обучение эмитента выходу на организованный рынок.

До 2007 года на KASE вопросы листинга, делистинга и смены категории ценных бумаг находились в компетенции Биржевого совета. Документы, предоставленные для целей листинга эмитентом или членом биржи (их называют инициаторами допуска), проверял специально созданный для этого внеструктурный коллегиальный орган KASE – Листинговая комиссия. Она же готовила заключения о соответствии ценных бумаг и их эмитента листинговым требованиям, а также давала рекомендации Биржевому совету по каждому конкретным ценным бумагам, исходя из их соответствия листинговым требованиям и присущих этим бумагам рисков.

В 2006 году члены Биржевого совета подняли вопрос о передаче полномочий по вопросам листинга и смены категории ценных бумаг от Биржевого совета какому-либо другому органу Биржи. После изучения опыта других бирж было предложено передать их Листинговой комиссии, но при этом изменить ее функции. Предполагалось, что она по-прежнему останется коллегиальным органом, но будет не проверять документы и готовить заключения, а принимать решения по вышеназванным вопросам. В состав этого органа должны были входить члены Биржевого совета (впоследствии – Совета директоров), представитель регулятора и член Правления KASE, курирующий листинг.

В таком виде компетенция Листинговой комиссии по инициативе Биржи была закреплена в статье 84 закона «О рынке ценных бумаг» в начале 2007 года, а состав Листинговой комиссии – в нормативном правовом акте регулятора, согласно которому он утверждается решением Совета директоров KASE. Проверка документов, предоставленных для целей листинга ценных бумаг, подготовка заключений о соответствии ценных бумаг и их эмитента листинговым требованиям и организация заседаний Листинговой комиссии перешли в компетенцию Департамента листинга KASE.

Первоначально Листинговая комиссия должна была состоять не менее чем из девяти членов, затем – не менее чем из семи. В марте 2017 года в данный нормативный правовой акт были внесены поправки, меняющие как количественный, так и качественный состав комиссии. Этими изменениями было установлено, что число членов Листинговой комиссии должно быть не менее пяти, а ее состав формируется из членов Правления, Совета директоров KASE и представителей Ассоциации финансистов Казахстана. В таком виде Листинговая комиссия функционирует по сей день.

Значимость Листинговой комиссии трудно переоценить, особенно в годы, когда она принимала решения о допуске ценных бумаг к покупке за счет пенсионных активов. С самого начала в этот орган выбирали представителей различных, нередко конкурирующих между собой финансово-промышленных групп, что делало практически невозможным принятие необъективных решений. Листинговая комиссия на зарождающемся рынке ценных бумаг Казахстана являлась истинно рыночным институтом и остается таковым в настоящее время. Каждый член Листинговой комиссии осознает свою роль, потому что даже при полном формальном соответствии компании и ее ценных бумаг листинговым требованиям он имеет право проголосовать против допуска бумаг на биржу, если убежден в низком инвестиционном качестве этих бумаг или в неадекватно высоких рисках эмитента.

В отличие от других ГЦБ, которые допускались на биржу автоматически по факту их регистрации, для допуска на торги муниципальных бумаг на KASE была разработана и введена специальная процедура. Объяснялось это тем, что и рынок, и регулятор понимали различия в инвестиционном качестве ГЦБ Министерства финансов и Национального Банка с одной стороны, и муниципальных облигаций – с другой. Несмотря на статус государственных, облигации местных исполнительных органов власти, по мнению участников рынка, характеризовались значительно большим инвестиционным риском и по объективным, и по субъективным причинам.

При допуске муниципальных ГЦБ к обращению на KASE основное внимание Листинговая комиссия уделяла детальному анализу предоставляемых акиматами материалов с целью максимального раскрытия информации о финансовом состоянии муниципалитета. Параллельно, используя всю доступную KASE и агентству «ИРБИС» инфраструктуру распространения информации, биржа знакомила общественность с инвестиционными меморандумами проектов. Такой подход обеспечил информационную прозрачность, организацию независимой экспертной оценки рисков и явился, пожалуй, первым в Казахстане примером столь тщательного и открытого обсуждения инвестиционных проектов.

Итак, первый аукцион по размещению облигаций Мангистауской области в торговой системе KASE был проведен 7 июля 1999 года, но его результаты аннулировало Министерство финансов, поскольку инвесторы заявили слишком высокую доходность. И хотя первый блин оказался комом, зато он показал полную технологическую готовность KASE к проведению таких аукционов. Вторая попытка первичного размещения была предпринята 28 июля и оказалась успешной, доходность годовых бумаг составила 14,71% годовых к погашению.

К началу 2000 года на биржевой площадке было проведено три результативных аукциона по размещению ГЦБ местных исполнительных органов: уже упомянутые облигации Мангистауской области, а также бумаги городов Алматы и Астана. Все они были индексированы по изменению курса тенге к доллару США, так как имели номинальную стоимость 100 долларов США и обслуживались в тенге по текущему курсу. Общая сумма состоявшихся эмиссий равнялась эквиваленту 7 824 тыс. долларов США в номинальном выражении, или 949 662,1 тыс. тенге по сумме привлечения<sup>12</sup>.

2000 год оказался временем «передышки». В торговой системе KASE был проведен только один аукцион по размещению облигаций Атырауской области (7 июля). Вторичный рынок муниципальных облигаций тоже не радовал. Всего на KASE было заключено 28 сделок с 36 580 облигациями на общую сумму 483,4 млн тенге, что составило лишь 0,108% от общего биржевого оборота ГЦБ.

Однако биржа рассчитывала на дальнейшее оживление этого рынка, поскольку в конце того же года и в 2001 году регионы Казахстана впервые получили кредитные рейтинги от ведущих агентств мира и анонсировали далеко идущие планы. В ожидании биржа занялась доведением сервиса. С 15 августа 2000 года на KASE вступил в силу новый нормативный документ – «Обязанности и права

членов KASE категории «К», имеющих статус маркет-мейкера облигаций местных исполнительных органов»<sup>13</sup>, а 25 сентября введено обязательное наличие маркет-мейкера по этим бумагам и установлен обязательный листинговый сбор.

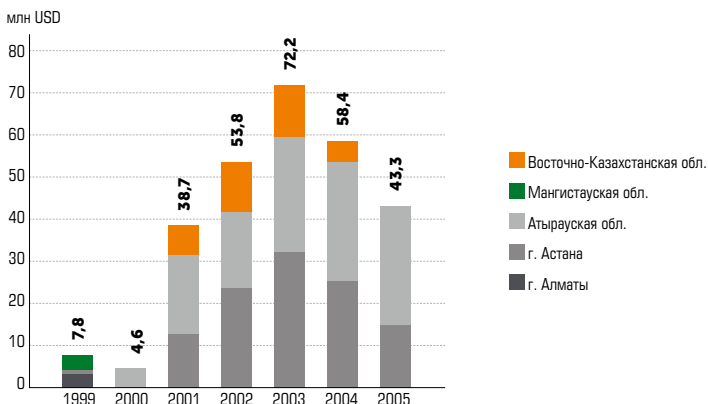
К расширению рынка муниципальных облигаций были готовы и инвесторы. Непрерывный рост ресурсной базы банков и активов накопительных пенсионных фондов Казахстана перераспределили, с одной стороны, возникновение спроса на муниципальные облигации, а с другой – возможность их размещения по относительно невысоким ставкам.

Как результат, уже в 2001 году объем размещенных исполнительными органами ценных бумаг в 8,5 раза превысил по номинальной стоимости аналогичный показатель 2000 года и в 4,9 раза – 1999 года. Капитализация рынка достигла 38,7 млн долларов США. Значительно увеличились сроки заимствования, в результате чего эмитенты всех пяти выпусков, размещенных на бирже в 2001 году (включая новичка – акимат Восточно-Казахстанской области), предпочли дисконтному механизму обслуживания долга – купонный. Стоимость обслуживания снизилась по сравнению с 1999 годом (с учетом девальвации) почти в два раза.

Примечательно, что основными покупателями муниципальных облигаций при первичных размещениях являлись банки второго уровня (70,3%), а КУПА заняли лишь второе место (16,5%).

Явный прогресс в 2001 году наблюдался и на вторичном рынке этих бумаг. Общая сумма сделок (исключая операции репо) составила 22 014,1 млн тенге и выросла относительно предыдущего года в 43 раза. Однако показатели его биржевого сегмента были гораздо менее впечатляющими – через торговую систему KASE было проведено лишь 20,4% сделок в объемном выражении, а остальные заключались вне биржи.

### ДИНАМИКА КАПИТАЛИЗАЦИИ И СТРУКТУРА РЫНКА КАЗАХСТАНСКИХ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 1999–2005 ГОДАХ (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА)



В 2002 году процедуру допуска к обращению на KASE прошли муниципальные облигации четырех новых эмиссий, выпущенные акиматами г. Астаны и Восточно-Казахстанской области. Однако в отличие от всех предыдущих выпусков, ни одну из новых четырех облигаций не было разрешено приобретать за счет пенсионных активов НПФ. Это было связано с пересмотром отношения правительства к данному виду заимствований. В частности, в мае первый вице-министр финансов РК Кайрат Келимбетов<sup>14</sup>, выступая на заседании правительства, сказал, что Казахстан намерен сократить объем заимствований местных исполнительных органов из-за дороговизны привлечения средств.

Сигнал был подан, и в 2002 году произошло снижение эмиссионной активности местных исполнительных органов с одной стороны, а с другой – падение спроса на муниципальные облигации на первичном рынке. Доходность предлагаемых к размещению облигаций под давлением Министерства финансов была очень низкой, и, по мнению инвесторов, не компенсировала объективно высокие инвестиционных рисков, которые вытекали из условий региональных инвестиционных программ эмитентов.

Резко сузился и биржевой вторичный рынок муниципальных бумаг. За весь год было заключено всего три сделки на сумму 85,3 млн тенге (3 087,7 млн тенге в 2001 году). Столь значительное сжатие было вызвано в основном потерей интереса КУПА к работе с муниципальными облигациями.

Эти тенденции продолжились и в 2003 году. С двумя новыми выпусками муниципальных облигаций на рынок вышли только проверенные эмитенты, обладающие позитивной кредитной историей. Однако получить разрешение НБРК на приобретение выпущенных облигаций за счет пенсионных активов НПФ удалось лишь финансовому консультанту Атырауской области по ценным бумагам четвертой эмиссии.

2004 год в своем годовом отчете биржа назвала не иначе как «последним годом, в котором можно было говорить о каком-либо развитии казахстанского рынка муниципальных облигаций». Несмотря на то, что акиматы всегда весьма щепетильно относились к своим обязательствам по обслуживанию и погашению ранее выпущенных бумаг (исключением стала разовая, чисто техническая, суточная задержка с выплатой по облигациям Атырауской области в 2002 году), отношение правительства к этим ценным бумагам продолжало меняться в негативную сторону. Это нашло отражение в новом Бюджетном кодексе РК, введенном в действие с 1 января 2005 года, согласно которому заимствование местными исполнительными органами отныне должно было осуществляться только в виде получения займов от Правительства Республики Казахстан. По сути, это означало запрет на выпуск муниципальных облигаций. Поэтому уже в 2004 году их размещения на KASE не проводились, более того, из восьми оставшихся в обращении выпусков, два были погашены. В результате общая капитализация рынка муниципальных облигаций уменьшилась в номинальном выражении на 19,2% в 2004 году, а в 2005 году (после погашения еще двух выпусков) – на 25,8%.

На этом первый акт истории биржевого рынка муниципальных бумаг завершился, а свое продолжение на новом уровне она получила только несколько лет спустя – в 2010 году.

## РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: НА ВОЛНЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА»

Начало «облигационного бума», положенное в 2000 году, получило свое бурное развитие в «тучные годы». На всем протяжении следующих семи лет рынок корпоративных облигаций (как первичный, так и вторичный) оставался одним из наиболее динамичных сегментов фондового рынка Казахстана. И хотя в разные периоды, реагируя на экономическую ситуацию, изменения в денежно-кредитной политике государства и внешней конъюнктуры, поведение и предпочтения его игроков имели свои особенности, главной движущей силой столь стремительного роста было укрепление инвестиционного потенциала накопительных пенсионных фондов.

Активы НПФ, регулярно пополняемые отчислениями казахстанцев, нужно было постоянно куда-то вкладывать, причем с разумным риском. И корпоративные облигации в этом плане были оптимальным инструментом, который, с одной стороны, позволял получать гарантированный доход, а с другой, предоставлял неплохую премию к суверенным облигациям Казахстана. К тому же, деньги прямо или через банки шли в реальный сектор. Это соответствующим образом повлияло на расширение официального списка KASE категории «А».

### ИА «CBonds» и KASE

«Облигационный бум» привел к тому, что на тот момент Казахстан стал значительно опережать Россию по развитию данного сектора рынка, и этот опыт не мог не заинтересовать российских коллег. В 2002 году глава и владелец российского информационного агентства ООО «Сбондс.ру» (которое специализировалось на предоставлении информации по непонятному для многих в то время рынку облигаций) Сергей Лялин посетил Третью Иссък-Кульскую международную конференцию профессиональных участников рынка ценных бумаг. С этого момента началось сотрудничество агентства «CBonds» с KASE и дочерним ИА «ИРБИС». Был налажен обмен информацией по рынку облигаций, представители KASE стали принимать участие в облигационных конгрессах стран СНГ и Балтии, регулярно проводимых «CBonds» в различных странах. С 2003 года ООО «Сбондс.ру» стало официальным вендором по распространению информации KASE и всегда было не просто стороной договора, а настоящим партнером, готовым к расширению сотрудничества.

За плечами KASE и «CBonds» совместная организация и партнерство по целому ряду мероприятий в Казахстане, в том числе Облигационного конгресса стран СНГ (май 2005 года, Алматы), Казахстанского конгресса участников фондового рынка (март 2008 года, Алматы) и XV облигационного конгресса стран СНГ и Балтии (31 мая – 1 июня 2018 года, Астана).

## Все выше и выше...

В целом за период с начала 2001 года до конца 2007 года объем доступного к обращению на KASE корпоративного долга вырос в 70 (!) раз – с 25,6 до 1 788,6 млрд тенге. С учетом сложного процента (CAGR) этот показатель в среднем удваивался каждый год. Постепенно выгоды фондирования с помощью выпуска бондов на цивилизованном биржевом рынке оценили все – и сырьевые гиганты, и монополисты, и средние промышленные предприятия, и, конечно же, банки. Количество эмитентов и их ценных бумаг, включенных в официальный список облигаций KASE, стремительно росло (с 22 на начало 2001 года до 89 на конец 2007-го и с 24 до 230, соответственно), а погашение более ранних выпусков восполнялось дополнительными или новыми размещениями.

Однако отраслевая структура официального списка бондов постепенно менялась: Казахстан и его «голубые фишки» были в фаворе на внешних финансовых рынках благодаря сырьевой конъюнктуре, и крупные предприятия все чаще занимали за рубежом, тогда как эмиссионная активность компаний среднего уровня на KASE была ограничена капиталоемкостью их инвестиционных программ. В то же время банки с удовольствием использовали среднесрочные облигационные займы для удлинения сроков и удешевления кредитования реального сектора экономики, строительной сферы и населения. Кроме того, размещение субординированных облигаций (особенно в первые годы) позволяло амбициозным банковским игрокам соблюдать требования Национального Банка по уровню капитализации. Как результат, стартовал со второго места (37,7% против 48,2% у нефтяников) в 2001 году, банки очень быстро оказались безоговорочными лидерами в структуре корпоративного долга на KASE, увеличив свою долю в номинальном выражении до 87,5% в 2007 году.

## «Пенсионный пылесос»

Решающее влияние на рост капитализации корпоративных облигаций оказывало включение новых бондов в списки ценных бумаг. К примеру, в 2001 году увеличение корпоративного долга, размещенного на KASE, почти полностью было обеспечено за счет прохождения новыми выпусками процедуры листинга именно по категории «А». Соблазн получения доступа к пенсионным активам был настолько велик, что жесткие требования не пугали. Тем более, что, попав в категорию «А» один раз, эмитент мог рассчитывать на упрощенную процедуру и льготы для дальнейших выпусков. По этой причине из 27 наименований ценных бумаг, прошедших листинг в 2003 году, только бумаги девяти наименований принадлежали новым эмитентам.

Тем не менее, несмотря на повышенный интерес к их деньгам, пенсионные фонды все острее ощущали нехватку инструментов.

Преобладание спроса над предложением корпоративных облигаций, с одной стороны, позволяло эмитентам, как и в случае с ГЦБ, планомерно увеличи-



вать сроки обращения и снижать доходность по своим бондам. Хотя доходность эта и оставалась выше, чем у суверенных еврооблигаций. Например, на пике – в 2002 году – корпоративные бумаги обеспечивали их держателям премию в размере 400–600 базисных пунктов над доходностью суверенного долга.

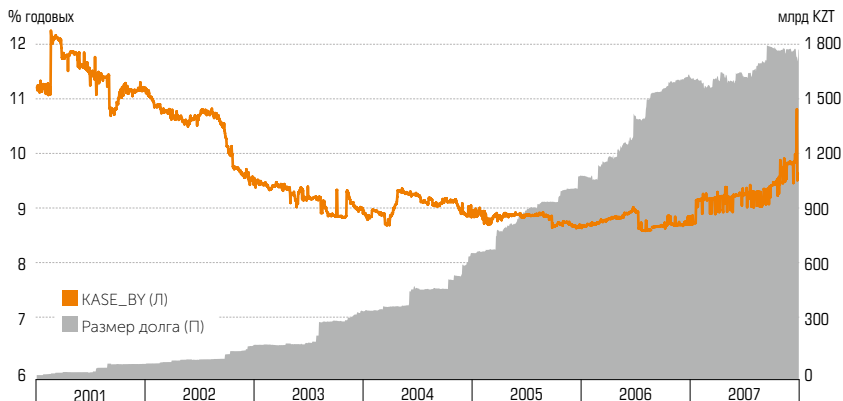
С другой стороны, сама фаза развития НПФ не добавляла ликвидности вторичным торгам с корпоративными долговыми бумагами. **Болат Жамишев**, возглавлявший в 2004–2005 годах АФН, а ныне Председатель Правления Банка развития Казахстана, вспоминая то время, метко охарактеризовал работу НПФ и КУПА на рынке:

*«Хотя НПФ и способствовала развитию фондового рынка, но она сама прежде должна была вступить в пору зрелости. А на это требуется не менее 20–25 лет, чтобы входящие денежные потоки в виде пенсионных взносов были сбалансированы с исходящими потоками в виде пенсионных выплат. Иначе пенсионная система начинает играть роль пылесоса на фондовом рынке: инвесторы будут до погашения держать бумаги и отрицательно влиять на ликвидность на фондовом рынке»<sup>15</sup>.*

И все же активность в секторе купли-продажи облигаций, как правило, была выше, чем на рынке акций и продолжала расти год от года. В 2004 году число сделок с бондами на KASE выросло более чем в полтора раза до 1 710, объем операций увеличился на 21,03 млрд тенге (в 1,3 раза) до 97,9 млрд тенге, а число наименований облигаций, вовлеченных в сделки, достигло 83 против 57 в 2003-м.

Наибольшей ликвидностью, как правило, обладали те облигации, по которым, наряду с обязательными для категории «А» маркет-мейкерами, работали

## РАЗМЕР КОРПОРАТИВНОГО ДОЛГА В ОБРАЩЕНИИ И ИНДЕКС ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2001–2007 ГОДАХ



так называемые специалисты ценных бумаг. К ним биржа предъявляла гораздо более жесткие требования по спреду между обязательными котировками, чем к обычным маркет-мейкерам. И требования эти постоянно росли. Если в 2001 году максимальный спред для специалистов не должен был превышать 3% от значения котировки на покупку, то уже в 2005 году его сузили до одного процентного пункта. Взамен эта категория маркет-мейкеров могла рассчитывать на наиболее выгодные условия работы на бирже и получать льготы по комиссионным.

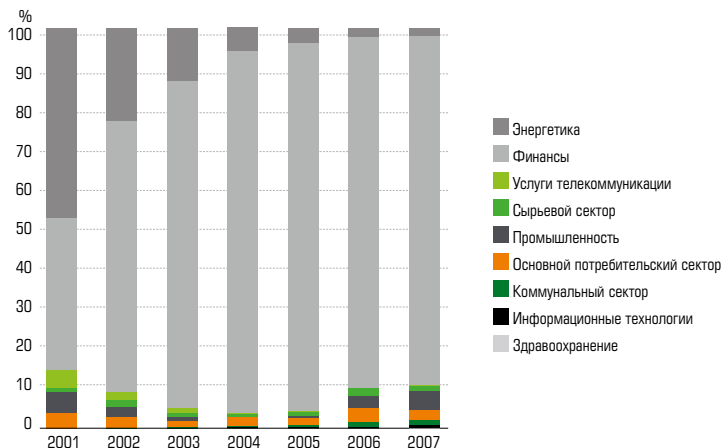
## В кильватере курса тенге

Доходность и популярность тех или иных видов корпоративных облигаций, обращающихся на KASE, имела прямую взаимосвязь с ситуацией на денежном и валютном рынках. Поэтому специально для рынка бондов, с 11 марта 2001 года, биржа начала ежедневно рассчитывать и публиковать три индекса: KASE\_BC («чистые» цены), KASE\_BP («грязные» цены) и KASE\_BY (средневзвешенная доходность).

Поначалу главным драйвером активности на рынке были международные корпоративные облигации и неиндексированные долларové бумаги. В частности, в 2002 году сильное влияние оказал вывод на биржу крупных выпусков международных корпоративных облигаций – Kazkommerts International B.V., «Банк развития Казахстана», TuranAlem Finance B.V, «Корпорация «Казахмыс».

Однако уже в 2003 году неуклонное укрепление тенге к доллару США на внутреннем рынке поставило инвесторов в жесткие условия. Основная масса торгующихся на KASE обязательств представляла из себя долларové или ин-

## ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО ДОЛГА, ОБРАЩАЮЩЕГОСЯ НА KASE В 2001–2007 ГОДАХ



дексированные по уровню девальвации тенге к доллару США бумаги. Рост цены обращающегося на рынке корпоративного долга в процентном выражении к номинальной стоимости, вызванный дефицитом объектов инвестиций, почти не компенсировал потерь, связанных с укреплением тенге к доллару США. В результате фактическое увеличение «грязной» цены в тенге усредненной валютной облигации часто было отрицательным даже по наиболее торгуемым на KASE бумагам. Доходность НПФ начала серьезно падать.

Падение привлекательности валютных или привязанных к валютному курсу тенговых облигаций заставило эмитентов выпускать неиндексированные облигации, номинированные в тенге, либо ценные бумаги, доход по которым был защищен от инфляции. Если же номинальная стоимость новых облигаций, как раньше, индексировалась по изменению курса тенге к доллару США, то большинство эмитентов было вынуждено вводить в условия выпуска облигаций защиту доходов инвесторов от укрепления тенге. Другими словами, если курс тенге к доллару США, действующий на дату начала обращения облигаций,

## Индикаторы рынка корпоративных облигаций

KASE начала публиковать индикаторы рынка корпоративных облигаций, так называемых индексов серии KASE\_B\*, 11 марта 2001 года.

Эти индикаторы отображали средневзвешенную доходность наиболее качественных долговых инструментов, торгуемых на KASE (индикатор KASE\_BY), а также изменение их цен без учета накопленного интереса – «чистых» цен (**Индекс KASE\_BC**) и цен с учетом накопленного интереса и выплаченных купонов – «грязных» цен (**Индекс KASE\_BP**).

Основными критериями отбора облигаций в представительский список для расчета индикаторов серии KASE\_B\* выступали:

- выпуск облигаций в соответствии с казахстанским законодательством;
- наличие у биржи информации о количестве размещенных облигаций;
- наличие у облигации маркет-мейкера;
- отсутствие у облигации неиндексированной номинальной стоимости;
- наличие у облигаций или их эмитента определенного уровня рейтинговой оценки;
- котирование облигаций в торговой системе KASE в «чистых» ценах;
- отсутствие у эмитента облигаций неурегулированной задолженности по выплате купонного вознаграждения и/или основного долга по выпущенным им облигациям.

Расчет индикаторов серии KASE\_B\* был прекращен в октябре 2017 года в связи с внедрением новой структуры официального списка ценных бумаг и необходимостью существенного изменения критериев включения облигаций в представительский список индикаторов и нахождения в нем. На смену индикаторам серии KASE\_B\* были разработаны новые индикаторы для основной – серия KASE\_BM\* – и альтернативной – серия KASE\_BA\* – площадок.

был выше, чем текущий курс, индексированная номинальная стоимость этих облигаций, выступающая базисом для расчета суммы накопленного вознаграждения, рассчитывалась не по текущему курсу, а по курсу, действующему на дату начала обращения ценных бумаг. Такой подход к выпуску новых облигаций стал особенностью 2003 года и позволил инвесторам диверсифицировать свои риски.

В 2004 году наибольшее влияние на тренд доходности облигаций на KASE оказало присвоение в мае Казахстану кредитного рейтинга инвестиционного уровня агентством Standard & Poor's. Как отмечали аналитики биржи, «именно это обстоятельство развернуло Индекс KASE\_BY вниз после кратковременного апрельского ралли, вызванного временным «затариванием» рынка. Перелом тренда во многом был вызван изменением котировок международных облигаций казахстанских эмитентов, на которые присвоение рейтинга оказало наиболее выраженное влияние»<sup>16</sup>. И хотя новые облигации этого типа по-прежнему пополняли официальный список KASE категории «А», это было прежде всего связано с необходимостью удовлетворять формальные требования регулятора. Реальным спросом они уже практически не пользовались, и ликвидность по ним отсутствовала. Эта тенденция продолжилась и в 2005 году – наибольший интерес участники рынка проявляли к облигациям, ставка купона которых зависела от уровня потребительских цен в Казахстане.

Излюбленной темой разговоров на рынке в тот период были упреки в адрес управляющих пенсионными активами за низкие результаты инвестиционной деятельности, а сами представители НПФ сетовали на недостаточно высокую доходность ценных бумаг и искали возможные пути ее повышения.

2006 год запомнился появлением на KASE новых видов бондов. В торговые списки биржи впервые были включены иностранные негосударственные долговые обязательства – облигации JP Morgan Chase Bank, National Association и Merrill Lynch & Co., Inc, а также первые инфраструктурные облигации АО «Досжан темир жолы» и АО «Батыс транзит», выпущенные в рамках реализации концессионных проектов с участием государства.

Последние были предназначены специально для размещения среди НПФ, и некоторые участники рынка возлагали определенные надежды на развитие данного инструмента. Однако последующие события уже следующего, кризисного этапа истории Казахстана и биржи во многом развеяли эти ожидания.

## Болезни роста

Стремительный рост рынка корпоративных облигаций не обошелся и без неприятных прецедентов, поскольку огромное количество пенсионных денег привлекало не только добросовестных заемщиков. Ярким, хотя и совсем не светлым пятном в истории тех лет оказалась ситуация с облигациями компании «Шахармунайгаз», которые были включены в официальный список биржи категории «А» 19 января 2001 года. Это был первый случай в практике биржи, когда KASE изначально приложила максимум усилий, чтобы этого не произошло, по-

Рост пенсионных активов положительно сказался на рынке корпоративных облигаций в 2001–2007 годах. Однако существовала потребность участников рынка в диверсификации своих портфелей. В этой связи со стороны ГНПФ поступило предложение организовать на KASE торги облигациями международных финансовых организаций (МФО), и фонд выразил намерение выступить поставщиком этих бумаг на внутренний рынок. Биржей были проведены необходимые мероприятия для запуска данного сектора, что в итоге нашло отражение в Правилах допуска ценных бумаг международных финансовых организаций к обращению на бирже, утвержденным постановлением Директората НКЦБ 31 января 2001 года и одобренным решением собрания членов KASE 17 января. Правилами было предусмотрено, что ценные бумаги МФО допускаются к обращению на бирже решением Правления KASE на основании заявления инициатора допуска – члена биржи категории «К» и при наличии заявления одного из членов KASE на выполнение функций маркет-мейкера допускаемых к обращению бумаг. Обязательным условием для маркет-мейкеров являлось поддержание в торговой системе KASE регламентированных минимальных спрэдов по обязательным котировкам. Согласно Правилам, в качестве МФО были определены восемь организаций, в числе которых Азиатский банк развития, Африканский банк развития, Банк международных расчетов, Европейский банк реконструкции и развития, Исламский банк развития, Межамериканский банк развития, Международная финансовая корпорация и Международный банк реконструкции и развития.

Первыми к торговле на KASE в феврале 2001 года были допущены облигации IBRD двух эмиссий. Через неделю к ним добавились ноты IFC, а с 20 сентября – еврооблигации IBRD. Маркет-мейкером всех этих бумаг выступил ГНПФ.

Несмотря на незначительную долю объема торгов облигациями МФО от всего биржевого оборота в том году, результаты для самого сектора были обнадеживающими. Всего в 2001 году была проведена 41 сделка на общую сумму 862,9 млн тенге, или 5 902,5 тыс. долларов США. Самыми активными месяцами стали февраль и сентябрь – те месяцы, в которых получали допуск к обращению новые инструменты.

Протестировав данный сектор в 2001 году, участники рынка в последующие годы облигациями МФО почти не торговали. После двухлетнего затишья в 2002–2003 годах на KASE с 2004 по 2007 год проводилось лишь по несколько сделок в год. В качестве основной причины назывался рост профессионализма управляющих ПА и налаживание контактов с зарубежными брокерами, что позволило КУПА торговать облигациями МФО без казахстанских посредников.

Всего за семь лет на KASE было заключено 46 сделок на общую сумму 902,7 млн тенге, или 6 193,4 тыс. долларов США, а инициаторами допуска было выведено на площадку семь выпусков облигаций четырех МФО суммарной стоимостью 3 007 млн долларов США и 3 млн немецких марок.

сколько увидела значительные риски в бизнес-модели потенциально эмитента. Тем не менее, активы, капитал и прочие показатели компании формально соответствовали существующим на тот момент листинговым требованиям, в дело вмешались чиновники и листинг все же был проведен.

Уже после включения этих облигаций в официальный список биржа периодически публиковала на сайте предупреждения, что инвестиции в бумаги компании несут в себе очень высокие риски, и по ним вероятен дефолт. К сожалению, на волне рыночной эйфории этим призывам мало кто внял – уже к концу 2001 года 46,7% из общего объема облигаций компании на сумму более шести миллионов долларов США оказались в портфелях НПФ.

В марте 2002 года Биржевой совет в очередной раз ужесточил листинговые требования в категории «А», и «Шахармунайгаз» в них не вписался: компания оказалась не в состоянии дотянуть годовой объем реализации продукции до одного миллиарда тенге. Она даже не предоставила план повышения этого показателя до требуемого уровня, что дало бы ей отсрочку по применению новых листинговых требований. В августе 2002 года Биржевой совет принял решение, согласно которому через шесть месяцев, если ОАО «Шахармунайгаз» не приведет свои показатели в норму, его облигации будут переведены из категории «А» в «В». Компания, в свою очередь, подала в суд, оспаривая правомочность такого решения, и началась череда судебных разбирательств, затянувшихся не на один год. В итоге компания все же допустила дефолт, ставший первым в истории биржи, а случай этот оказался большим уроком и для биржевиков, и для регулятора, и для инвесторов.

## СЕКТОР ТОРГОВЛИ ГПА: НЕ ТОЛЬКО «СТРАТЕГАМ»

В 2001–2007 годах, вслед за объектами массовой приватизации и компаниями «второго эшелона», до продажи на организованном биржевом рынке наконец дошли государственные пакеты акций «голубых фишек» Казахстана.

К этому моменту торги ГПА на площадке KASE регулировались внутренним документом биржи, согласованным с Комитетом государственного имущества и приватизации Министерства финансов РК – «Государственные пакеты акций. Порядок допуска к продаже на торгах и расчетов по итогам торгов». В соответствие с этим документом ГПА подразделялись на два типа:

- ГПА, находящиеся в номинальном держании на счете депо в Центральной депозитарии. Они обозначались в торговой системе кодом, начинающимся с символов «NZ» (серия «NZ»), а их продажа допускалась только при условии предварительной блокировки на счетах ЦД.
- ГПА, которые не были переведены на счет в ЦД. Их код начинался с символа «Z» (серия «Z»), а предварительная блокировка акций перед продажей была не нужна.

Первый ГПА серии «Z» был продан на KASE 5 ноября 1997 года в рамках массовой приватизации малых и средних компаний. Для ГПА этой серии на бирже была открыта отдельная торговая площадка, сделки на которой проводились в режиме автоматического удовлетворения заявок. При этом участники котировали пакет единым лотом, указывая полную цену. Это исключало саму возможность покупки ГПА в розницу несколькими покупателями. Всего с 1997 года на бирже было продано 27 ГПА серии «Z» на общую сумму 2 522,5 млн тенге (20,5 млн долларов США). В 1999 году программа массовой приватизации была практически прекращена в связи с передачей большинства объектов такой приватизации в коммунальную собственность. При этом акиматы не проявляли заинтересованности в продаже вновь полученных активов через биржу. Последний пакет серии «Z» – ГПА ЗАО «Национальная юридическая служба» – был продан на KASE 29 декабря 2000 года, и это была единственная сделка с ГПА в 2000 году.

ГПА серии «NZ» появились на KASE 20 ноября 1998 года. В условиях мирового финансового кризиса Казахстан остро нуждался в пополнении золотовалютных резервов, которое в немалой степени могло быть осуществлено через приватизацию. При этом отток капитала портфельных инвесторов заставил правительство ориентироваться на инвесторов стратегических. Первые пакеты серии «NZ» заводились на биржу через сектор «Нелистинговые ценные бумаги», и как правило, это были предприятия «второго эшелона», технологически связанные с «голубыми фишками», а значит могли бы заинтересовать их новых владельцев. Департамент по государственному имуществу и приватизации Министерства финансов 1 декабря 1998 года провел тендер на право размещения ГПА через организованный рынок ценных бумаг, в котором брокерско-дилерские компании приняли активное участие. Это привело к резкой активизации торговли ГПА, в результате которой суммарный объем сделок по данному финансовому инструменту достиг в 1998 году 22 690,3 тыс. долларов США. Выведение достаточно интересных пакетов акций вызвало активизацию рынка. Ежедневное котирование пакетов привело к тому, что торги превратились в действительно торги, а у брокерско-дилерских компаний появилась новая клиентура. Одновременно оживился и рынок НЦБ, количество и объем биржевых сделок стали расти.

Отголоски этой активизации ощущались на KASE и в первых двух кварталах 1999 года. Однако к этому времени пик проблем с пополнением госбюджета был пройден, и 1 июня 1999 года правительство приняло Постановление №683 «Об утверждении Программы приватизации и повышения эффективности управления государственным имуществом на 1999–2000 год». С одной стороны, появление этого документа привело к свертыванию программы массовой приватизации и стагнации сектора ГПА на KASE в последующие два года. С другой стороны, в документе государство закрепило свое намерение завершить приватизацию «голубых фишек», акции которых входят (или могут войти) в листинг «А» Казахстанской фондовой биржи и обращаются в достаточных объемах на отечественном и/или международном рынках ценных бумаг. Особый акцент в рамках второго этапа приватизации «голубых фишек» правитель-

ство сделало на привлечение в эти компании дополнительных стратегических инвесторов, являющихся признанными операторами в соответствующем секторе экономики.

В 2001 году эти намерения начали воплощаться в жизнь. Министерство финансов приняло решение о реализации через торговую систему KASE методом открытых торгов двух крупных пакетов акций ОАО «Корпорация Казахмыс». Отечественным инвесторам 19 ноября был предложен десятипроцентный пакет, который продавался единым лотом. А 20 ноября открылись торги пятипроцентным ГПА, в которых могли принять участие только субъекты пенсионного рынка Казахстана. Для продажи этот пакет был разбит на 245 неделимых лотов по 1 000 акций в каждом и 246-й лот, состоящий из 577 акций. По итогам торгов 19 ноября (в них участвовало два потенциальных покупателя) десятипроцентный пакет был выкуплен через уполномоченного брокера самим ОАО «Корпорация Казахмыс» за 63 млн долларов США. На тот момент это была самая крупная сделка из всех, когда-либо проведенных на KASE за всю историю ее существования.

Торги пакетом, предназначенным для НПФ, были менее результативными. Цена, запрошенная государством за простые акции ОАО «Корпорация Казахмыс», оказалась слишком высоки для КУПА, которые, к тому же, уже «распро-

### НАИБОЛЕЕ ЗНАЧИМЫЕ ПРОДАЖИ ГПА НА KASE В 2001–2007 ГОДАХ

Дата торгов	Краткое наименование эмитента	Количество акций в ГПА	Доля от общего количества акций (%)	1 акцию (ср-взв)	Цена за	
					млн тенге	тыс. долларов США
19.11.01	ОАО «Корпорация Казахмыс»	491 153	10,00	128,58	9 384,8	63 150,5
20.11.01	ОАО «Корпорация Казахмыс»	17 000	5,00	122,16	308,4	2 076,7
27.12.02	ОАО «Корпорация Казахмыс»	982 307	20,00	29 179,00	28 662,7	184 018,6
27.12.02	ОАО «Корпорация Казахмыс»	228 577	4,65	10 300,00	2 354,3	15 115,2
29.05.03	ОАО «СНПС-Актобемунайгаз»	2 236 619	22,61	9 100,00	20 353,2	135 156,6
29.05.03	ОАО «СНПС-Актобемунайгаз»	98 904	1,00	9 110,00	901,0	5 983,2
29.05.03	ОАО «СНПС-Актобемунайгаз»	98 904	1,00	9 110,00	901,0	5 983,2
29.05.03	ОАО «СНПС-Актобемунайгаз»	50 226	0,51	9 110,00	457,6	3 038,4
26.01.04	УТМК*	107 910	10,00	7 202,00	777,2	5 571,1
28.01.04-30.01.04	УТМК	59 350	5,50	9 133,33	540,9	3 880,1
15.12.04	АО «Альянс Банк»	12 955	1,99	9 600,00	124,4	956,5
05.08.05	АО «Казцинк»	206 436	1,00	3 308,50	683,0	5 038,3

\* ОАО «Усть-Каменогорский титано-магниевый комбинат»



бовали» бумаги с фиксированным и гарантированным доходом. 20 ноября на бирже были проданы лишь 17 лотов (17 тыс. акций) по цене 122,16 долларов США за акцию. Сумма заключенной сделки едва превысила 2 млн долларов США. Несмотря на то, что попытки продажи оставшихся лотов проводились на KASE до 4 декабря 2001 года, стороны так и не смогли сойтись в цене. А уже в 2002 году этот пакет (оставшиеся 4,65%) был продан консорциуму портфельных инвесторов во главе с российской компанией «Атон». Тогда же правительство продало стратегическим инвесторам свою последнюю двадцатипроцентную долю в «Казахмысе» выручив за нее 31 млрд тенге, что соответствует эквиваленту 199,1 млн долларов США.

В дальнейшем ГПА «голубых фишек» выставлялись на торги редко, однако это были весьма привлекательные пакеты. В 2003 году было проведено четыре результативные сделки с акциями ОАО «СНПС-Актобемунайгаз», в 2004-м – ОАО «Усть-Каменогорский титано-магниевый комбинат» и АО «Альянс Банк», а в 2005-м – АО «СП «Васильковское золото». Последним ГПА, проданным на KASE в «тучные годы», стала доля в АО «Казцинк», которая была выкуплена двумя неделимыми лотами 5 августа 2005 года. В общей сложности с 15 декабря 1998 года (именно тогда на KASE прошли первые торги ГПА этой серии) на KASE было продано 34 пакета «NZ» на сумму 66 907,2 млн тенге (447,4 млн долларов США).

Конечно, все эти пакеты в первую очередь были ориентированы на стратегических инвесторов, и их продажа решала узкие специализированные задачи, начиная от диверсификации структуры акционеров и заканчивая маркетинговыми целями. Тем не менее, часть акций попала в свободное обращение на бирже, приватизация поддерживала интерес портфельных инвесторов, а цены, фиксируемые по результатам торгов крупными ГПА, давали рынку сигнал о явной неоцененности наиболее интересных листинговых компаний. Немаловажным было то, что, организовывая торги ГПА, биржа копила опыт, который пригодился ей уже в 2007 году, когда на рынке появилась еще одна форма продажи акций, де-факто принадлежащих государству.

## РЫНОК АКЦИЙ: ОТ СКЕПСИСА К ЭЙФОРИИ

Развитие биржевого рынка долевых ценных бумаг в 2001–2007 годах можно разделить на два периода. Первый из них – 2001–2003 годы – аналитики KASE часто называли периодом несбывшихся надежд и нереализованных планов. Для качественного роста рынка акций к тому моменту было достаточно предпосылок: институциональные инвесторы в лице пенсионных фондов и банков располагали необходимыми активами, определенный интерес проявляли и международные инвесторы. Биржа как торговая площадка обладала опытом организации размещения ценных бумаг и проведения расчетов по сделкам с ними. Полностью сформировалась и инфраструктура рынка, которая была представлена Центральным депозитарием, регистраторами и брокерско-дилерскими компаниями.

Однако, несмотря на понимание, что рынок как таковой не может существовать без корпоративного сектора, представленного акциями крупных частных компаний, сегмент акций оставался узким и «схемным». Приватизация «голубых фишек» дошла до KASE в очень усеченном виде, а включение в списки биржи акций малых и средних компаний, выставляемых в рамках массовой приватизации, погоду не делали. «Продажа акций обществ, не являющихся национальными компаниями, не играет для фондового рынка никакой роли – отмечал в интервью журналу «Рынок ценных бумаг» **Азамат Джолдасбеков** в июле 2002 года – Максимум, что может получить фондовый рынок от реализации этих бумаг, – загрузка торговой системы KASE в случае приватизации этих организаций через организованный рынок ценных бумаг. Но это не представляется особо интересным. Как показывает опыт работы, акции небольших предприятий могут месяцами «болтаться» на торговой площадке KASE, не находя своего покупателя».

Капитализация рынка акций постоянно росла, повторяя общие тенденции других секторов, однако происходило это, как правило, за счет включения в официальные списки KASE новых ценных бумаг и увеличения уставного капитала листинговых компаний. К примеру, только в 2002 году объем зарегистрированных эмиссий акций вырос по сравнению с 2001 годом на 157,1%. Однако в ценовом отношении рынок оставался совершенно оторванным от финансового состояния, успехов или неудач компаний-эмитентов, а также состояния экономики Казахстана в целом. Несмотря на наличие биржевых маркет-мейкеров, низкая ликвидность акций по-прежнему отпугивала потенциальных инвесторов, которые в лучшем случае рассматривали долевые ценные бумаги как инструмент для проведения операций репо. В качестве ценового индикатора биржевого рынка акций KASE использовала Индекс KASE\_Shares. Этот индекс рассчитывался регулярно биржей с 12 июля 2000 года и отражал динамику котировок спроса на акции официального списка категории «А» с учетом рыночной капитализации их эмитентов. В первые годы его поведение отличалось повышенной волатильностью и не имело какого-либо выраженного тренда. Как правило, динамика цен формировалась интересами акционеров, которые использовали акции как залоговый инструмент или объект взаиморасчетов. Об этом свидетельствовал и рост объема и доли нерыночных (прямых) биржевых сделок с акциями. Только в 2003 году на такие сделки пришлось 75,6% оборота акций на KASE (199,1 млн долларов США).

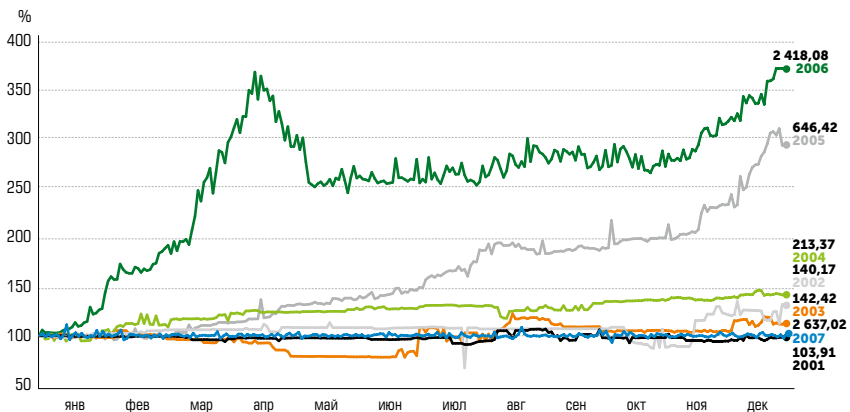
В 2004 году, который можно считать началом второго периода развития рынка акций в «тучные годы», ситуация с договорными сделками еще больше усугубилась. В то же время, явным отличием этого года от предыдущих стал рост капитализации сектора за счет изменения цен торгуемых акций. Вес данного фактора по оценкам биржи достиг 72%. Это свидетельствовало о значительном потенциале роста курса большинства акций казахстанских эмитентов, существенно недооцененных в котировках маркет-мейкеров. А уже в 2005 году на рынке акций началось настоящее ценовое ралли. Динамика котировок отдельных бумаг была настолько стремительной, что в 2006 году можно было говорить о переоцененности и перегретости рынка.

## Фактор Казахмыса

Особое место в истории «тучных годов» сыграла продажа на KASE государственных пакетов ряда крупных компаний Казахстана. Участие в торгах ГПА требовало от игроков рынка перераспределения больших сумм денег, что, в свою очередь, вызвало активизацию биржевой торговли ценными бумагами в целом. А сами результаты торгов давали новые, более реалистичные, ценовые ориентиры для дальнейшей торговли акциями не только компаний-эмитентов ГПА, но и других предприятий того же сектора экономики.

К примеру, в 2001 году новая цена простых акций, зафиксированная по результатам торга при продаже десятипроцентного ГПА ОАО «Корпорация Казахмыс», привела к росту капитализации компаний официального списка биржи сразу на 37,7%, или 391,5 млн долларов США. Более того, вслед за этим выросла и цена привилегированных акций ОАО «Корпорация Казахмыс». В 2002 году продажа последних долей государства в этой компании, а также изменение эмитентом структуры уставного капитала, повлекло за собой активизацию торговли простыми акциями медного гиганта в четвертом квартале, в том числе – по заявкам физических лиц. На протяжении следующих трех лет акции «Казахмыса» оставались едва ли не единственным инструментом, наиболее активно торговавшимся на биржевой площадке. Поведение их котировок (и, как следствие – цен) в большинстве случаев оказывало решающее влияние на динамику Индекса KASE\_Shares. Во многом активность торговли НЦБ на KASE поддерживалась ликвидностью именно этого инструмента. На его долю в биржевом обороте вторичного рынка купли-продажи НЦБ по итогам 2004 года пришлось 19,2%, а вторичного рынка купли-продажи акций – 33,9%.

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА KASE\_SHARES В 2001–2007 ГОДАХ

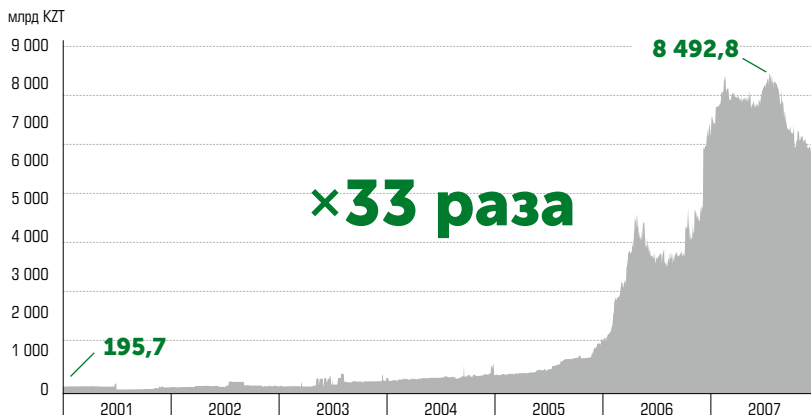


По иронии судьбы именно в этом году АО «Корпорация Казахмыс» было реорганизовано в ТОО и через некоторое время вошло в состав вновь образованного холдинга Kazakhmys PLC с пропиской в Великобритании. В результате казахстанский фондовый рынок на два с лишним года (до прохождения на KASE листинга простых акций Kazakhmys PLC, которая впоследствии была реорганизована с переименованием в KAZ Minerals PLC) потерял не только почти миллиард долларов США капитализации внутреннего рынка акций, но и инструмент, который являлся наиболее ликвидной негосударственной ценной бумагой и катализатором общей активности инвесторов на протяжении нескольких лет.

## От недооценки – до перегрева

Даже уйдя с казахстанского рынка акций, «Казахмыс» сохранил опосредованное влияние на него. В сентябре 2005 года Kazakhmys PLC стала первой компанией с казахстанскими активами, которая разместила свои акции на Лондонской фондовой бирже (LSE), а уже в декабре 2005 она была включена в представительский список ведущего индекса LSE – FTSE 100. Высокая цена и энтузиазм, с которым зарубежные инвесторы покупали бумаги «Казахмыса» и вышедшего вслед за ним на лондонскую площадку АО «Горно-металлургический концерн Казахалтын» стали очередным подтверждением высокого спекулятивного потенциала ценных бумаг других компаний, листингуемых на KASE. Недооцененность казахстанского рынка в обязательных котировках маркет-мейкеров давала возможность для арбитража, чем не преминули восполь-

### ДИНАМИКА РОСТА КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКА АКЦИЙ В 2001–2007 ГОДАХ



зоваться брокерские компании и их клиенты – физические лица, работающие на казахстанской бирже. По крайней мере, этот фактор назывался одной из причин резкого роста Индекса KASE\_Share экспертами фондового рынка.

Перелом в ситуации на рынке акций наступил в 2004 году, по итогам которого Индекс KASE\_Shares вырос на 42,7% с 149,55 до 213,37 (+63,82 пункта). А по итогам 2005 года можно было говорить о выходе казахстанского организованного рынка акций на качественно новый уровень. Объем торгов превысил 1 млрд долларов США. Индекс KASE\_Shares продемонстрировал рост в 11,1 раза (за период с января 2005 по декабрь 2006 года). Рынок акций стал более привлекательным для розничных инвесторов, доля которых достигла 38% от брутто оборота торгов акциями. Позитивная динамика цен листинговых акций сказалась и на динамике показателя капитализации, показавшим трехкратное увеличение в 2005 году (до 10,5 млрд долларов США) и достигшим рекордного уровня в 56,6 млрд долларов США в декабре 2006 года.

В то же время, мощное оживление на рынке акций и возросшее внимание к нему со стороны рядовых казахстанских инвесторов имело одно слабое место – список первоклассных эмитентов по-прежнему был ограничен, а доля их акций в свободном обращении ничтожно мала. Спекулятивный ажиотаж, создаваемый вокруг ограниченного числа акций, использование для игры на повышение их цены рынка «прямого» репо и возможность «раскачать» ценную бумагу с помощью относительно небольших сделок вызвали у аналитиков вполне обоснованное опасение «перегрева».

*«Основной движущей силой казахстанского рынка акций по-прежнему является спекулятивный интерес, – пояснял в апреле 2006 года Андрей Цалюк. – Акции покупаются в надежде на прирост их рыночной стоимости, а не из-за желания получить гарантированные дивиденды... Сейчас никому не выгодно, чтобы рынок акций падал. В процесс включились институциональные инвесторы. Индекс KASE\_Shares продолжает идти вверх. Но когда он растёт, возрастает и степень риска подобного рода инвестиций. Я думаю, что говорить о недооценке акций большинства компаний, мягко говоря, уже не стоит. Когда все торгуется в несколько раз выше своей балансовой стоимости, это должно настораживать. Но на рынок поступают новости и рекомендации, которые позитивно сказываются на ценах... В отличие от «простого люда», профессиональные участники рынка пытаются анализировать ситуацию и считать свои риски. Поэтому спрос профессионалов упрочняет стенки пузыря»<sup>17</sup>.*

Но ралли продолжалось. Биржевой рынок акций в 2006 году выглядел наиболее привлекательным для инвесторов за всю историю своего существования. Значение Индекса KASE\_Shares достигло к концу года значения 2 418,08 с годовым ростом в 3,8 раза. И это дало основание говорить о казахстанском организованном рынке долевых инструментов как об одном из самых доходных рынков в мире в 2006 году. К июлю 2007 года его капитализация достигла

## РЕГУЛИРОВАНИЕ И ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО РЦБ: ПЕРЕХОД НА НОВЫЙ УРОВЕНЬ

Период 2001–2007 годов для рынка ценных бумаг был отмечен изменениями в сфере регулирования и законодательной базы.

Новая система государственного регулирования деятельности финансовых институтов, предусматривающая объединение всех надзорных и регулятивных функций в рамках одного специализированного органа, в Казахстане начала формироваться с 1998 года. Принимая такое политическое решение правительство ориентировалось на оценки ведущих международных экспертов, которые полагали, что для стран с небольшой финансовой системой, где функционирует финансовый конгломерат на разных сегментах рынка, создание единого органа финансового надзора намного предпочтительней.

В течение нескольких лет Национальному Банку были переданы функции и полномочия Департамента страхового надзора Министерства финансов РК по надзору страхового рынка (1998 год), Национальной комиссии Республики Казахстан по ценным бумагам – по регулированию рынка ценных бумаг (2001 год), Комитета по регулированию деятельности накопительных пенсионных фондов Министерства труда и социальной защиты населения РК – по регулированию деятельности накопительных пенсионных фондов (2002 год). На первом этапе правопреемником функций этих организаций стал Департамент финансового надзора Национального Банка РК, который был сформирован в сентябре 2002 года. А уже 1 января 2004 года на его базе было образовано отдельное Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, которое было непосредственно подчинено Президенту Казахстана. Основной целью реформы государственного регулирования было заявлено создание эффективной и независимой системы консолидированного надзора в целях повышения уровня защиты интересов потребителей финансовых услуг и развития стабильной

инфраструктуры казахстанского финансового рынка.

Для ее достижения перед АФН были поставлены следующие задачи: 1) установление стандартов деятельности финансовых организаций, создание стимулов для улучшения корпоративного управления финансовых организаций; 2) мониторинг финансового рынка и финансовых организаций в целях сохранения устойчивости финансовой системы; 3) сосредоточение ресурсов надзора на областях финансового рынка, наиболее подверженных рискам, с целью поддержания финансовой стабильности; 4) стимулирование внедрения современных технологий, обеспечение полноты и доступности информации для потребителей о деятельности финансовых организаций и оказываемых ими финансовых услугах.

В свою очередь, Национальный Банк Республики Казахстан, как и центральные банки развитых стран, сконцентрировался исключительно на осуществлении классических функций.

Значительную модернизацию в этот период претерпела и законодательная база. Важнейшим событием 2003 года стало принятие двух законов, определяющих правовую инфраструктуру фондового рынка – «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг», которые пришли на смену одноименным законам предыдущего поколения (1997–1998 годов). Активное участие в их разработке принимали Елена Бахмутова, Азамат Джолдасбеков, Наталья Максимова, Мурат Байсынов и Мария Хаджиева.

К числу наиболее значительных изменений, которые принес Закон «Об акционерных обществах», можно отнести:

- Исключение разделения акционерных обществ на открытые и закрытые. Закон предусматривает возможность создания акционерного общества только одного типа, сходного с ранее существовавшим типом открытого акционерного общества.

- Увеличение размера минимального уставного капитала до 43 600 000 тенге.
- Исключение понятия номинальная стоимость акций, которое стало применяться только для формирования уставного капитала учредителями.
- Исключение возможности выпуска акций без регистрации проспекта эмиссии и их размещения закрытым и частным способами.

Кроме того, закон по версии 2003 года поставил перед акционерными обществами ряд новых требований: создание службы внутреннего аудита, предоставления акционерам и уполномоченному органу существенной информации, относящейся к деятельности общества, раскрытие сведений об аффилированных лицах. Тем самым новое законодательство проводило грань между теми учредителями акционерных обществ, которые сознательно выбрали такую форму ведения бизнеса для выхода на фондовый рынок, и теми, которые, создавая компанию, не предполагали привлекать широкий круг инвесторов. Последним было бы проще функционировать в качестве товариществ, в отношении которых законодательство оставалось более либеральным. В итоге требования к уставному капиталу и порядку функционирования АО привели к снижению количества акционерных обществ, число которых постепенно сократилось – с около 5 тыс. до 1,5 тыс.

В законе об АО и в последующих поправках в него были предприняты попытки ввести элементы саморегулирования в акционерных обществах в частности, Кодекс корпоративного управления. Чтобы облегчить акционерным обществам подготовку и внедрение кодекса корпоративного управления, рабочей группой Ассоциации финансистов Казахстана при участии АФН был подготовлен проект Кодекса корпоративного управления, который был принят на первом заседании Совета эмитентов 21 февраля 2005 года. В дальнейшем на уровне подзаконных правовых актов было установлено требо-

вание к листинговым компаниям высшей категории в срок до 1 октября 2006 года утвердить общим собранием их акционеров кодекс корпоративного управления, содержащий положения этого модельного Кодекса.

В свою очередь Закон «О рынке ценных бумаг», принятый 2 июля 2003 года, стал более детальным и объединил в себе практически все регулирование фондового рынка. Учитывая изменения, произошедшие на рынке с момента принятия первой версии, в нем были усовершенствованы нормы, регулирующие порядок выпуска, обращения и погашения ценных бумаг, регистрации сделок с ними, создания и деятельности профессиональных участников рынка и организаций, составляющих инфраструктуру рынка ценных бумаг, правовой статус и компетенцию регулирующего органа. В нем был предусмотрен ряд запретов и ограничений для исключения злоупотреблений и недобросовестных действий, направленных, прежде всего, на обеспечение прав получения доходов по ценным бумагам, ознакомление с информацией об эмитентах ценных бумаг, защиту от инсайдерских сделок.

Еще одним важным нормативно-правовым актом, принятым в 2004 году, стала новая версия закона Республики Казахстан «Об инвестиционных фондах», благодаря которой на рынке, помимо основных институциональных инвесторов – БВУ и НПФ, появилась новая группа инвесторов. Смягчение излишних регулятивных норм и отказ от системы организации инвестиционных фондов в виде полноценных акционерных обществ привел к бурному развитию паевых инвестиционных фондов. Если до конца 2004 года в Казахстане были зарегистрированы всего два ПИФа – «Compass Портфельные Инвестиции» и «Compass Прямые Инвестиции», то уже по итогам 2007 года в стране действовало 183 паевых инвестиционных фонда, в том числе 146 – закрытых, 19 – открытых и 18 – интервальных. При этом их совокупные активы составляли почти 200 млрд тенге.

максимальной отметки в 70 млрд долларов США, и только с этого момента рынок акций начал погружаться в «красную зону».

## IPO как инструмент измерения емкости рынка

Спекулятивная природа ценового бума на рынке акций KASE на фоне низкой ликвидности вызвала определенный скепсис у потенциальных эмитентов в отношении его готовности «переварить» размещение крупных пакетов акций по достойной цене. Однако под занавес «тучных» лет произошло событие, поставившее под сомнение обоснованность столь скептической оценки. В сентябре 2006 года АО «Разведка Добыча КазМунайГаз», входящее в тройку крупнейших нефедобывающих компаний Казахстана, провело IPO, которое состоялось одновременно на LSE и KASE. Первичное размещение оказалось очень успешным – в общей сложности эмитенту удалось привлечь более 2,03 млрд долларов США. При этом казахстанские инвесторы скупили 67,4% всех предложенных акций. Подписку проводил Visor Capital, получивший статус ведущего управляющего предложением новых акций компании в Казахстане, то есть андеррайтера. Подписка на внутреннем рынке происходила не на самой бирже поскольку заявки на приобретение акций в торговую систему KASE не подавались. Эта практика появилась уже позже, при реализации программы «Народного IPO». Но при проведении расчетов использовалась инфраструктура KASE. Объем сделок по размещению, прошедших через эту инфраструктуру, составил более полутора миллиардов тенге, а цена одной акции сложилась на уровне 11 163,39 тенге. Около 9,2 миллионов акций было размещено среди инвесторов, ранее владевших облигациями дочерней финансовой компании АО «РД «КазМунайГаз», 7,4 млн акций приобрели 15 казахстанских пенсионных фондов и компаний, осуществляющих управление пенсионными активами, а оставшиеся 1,3 миллиона были разделены пропорционально среди остальных инвесторов. При этом сколько-нибудь масштабного роуд-шоу в Казахстане для привлечения розничных инвесторов не проводилось.

Как вспоминает **Болат Бабенов**, в те годы вице-президент биржи, а ныне член Совета директоров АО «Цесна Капитал», KASE отработала размещение на отлично:

*«У нас не было особенных проблем с организацией торгов. К тому времени уже были отработаны технологии первичного размещения на спецторгах и методом подписки, успешно шли размещения облигаций. Новым было то, что это было масштабное первичное размещение акций и синхронизация с Лондоном. Для биржи это размещение означало надежду на то, что другие ведущие казахстанские компании будут размещать акции на открытом рынке. К сожалению, в дальнейшем наши надежды, мягко говоря, не полностью оправдались»<sup>18</sup>.*



Интерес к ценным бумагам нефтяной «голубой фишки» до конца остался не удовлетворен. Уже в ходе первых торгов бумагами «РД «КМГ» на вторичном рынке KASE суммарный объем сделок превысил 156 млн тенге. И на закрытии торгов цена акций по последним заключенным сделкам составила 12 600 тенге за бумагу, что было на 12,9% выше цены размещения акций на внутреннем рынке в рамках IPO. Такая стартовая заявка говорила о высокой ликвидности ценных бумаг.

Рынок, профессиональные участники, институциональные и розничные инвесторы доказали, что вполне созрели к переходу от спекулятивных игр к серьезным торгам. А проведенное IPO «РД «КМГ» позволило впервые получить представление о емкости казахстанского рынка. Другой вопрос, насколько готовы к выходу на KASE были сами компании? Впрочем, лондонские IPO двух крупнейших БВУ страны – АО «Казкоммерцбанк» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана», проведенные в том же 2006 году, сделали этот вопрос скорее риторическим и лишь подтвердили тезис Азамата Джолдасбекова четырехлетней давности о том, что для качественного роста долевого рынка KASE на нем нужно продавать акции национальных компаний.

## Прототип «Народного IPO»

Идея продажи акций национальных компаний была заложена в Программе развития рынка ценных бумаг Республики Казахстан на 2005–2007 годы<sup>19</sup>, которая предусматривала передачу ГПА казахстанских компаний и их дочерних структур в управление государственной холдинговой компании с последующей продажей части из них на внутреннем организованном рынке. Холдинг, получивший звучное название «Самрук», был создан 13 марта 2006 года и уже в сентябре того же года провел первый эксперимент по размещению 4,6% государственного пакета акций АО «Казхаттелеком». Примечательно, что 90% от этого пакета было решено реализовать путем подписки среди населения на неорганизованном рынке, а оставшуюся часть предложить НПФ через биржу.

Подписка среди физических лиц проводилась через отделения АО «Казпочта» в период с 30 ноября по 10 декабря 2006 года. В одной заявке можно было претендовать на неограниченное количество акций по цене, находящейся в коридоре от 25 тыс. до 33 тыс. тенге за одну акцию. От физических лиц было получено более 6 800 заявок, из которых принято 6 477. При этом количество акций по ним составило 2 943 575 штук, то есть спрос превысил предложение в 6,5 раза. Средняя цена размещения оплаченных бумаг сложилась на уровне 30 560 тенге, а спустя месяц цена KZTK на вторичном рынке превысила 52 000 тенге и достигла исторического максимума, который до сих пор этими акциями не достигнут.

Несмотря на то, что эта, основная часть размещения ГПА «Казхаттелекома» проходила вне биржевого рынка, именно она стала прообразом серии «Народных IPO», первое из которых состоялось уже после прохождения Казахстаном наиболее острой фазы глобального кризиса – в 2012 году.

## РЫНОК ОПЕРАЦИЙ РЕПО: НАЧИНАЕТ И ВЫИГРЫВАЕТ

Рынок репо – это самый динамично развивающийся сектор KASE начала XXI века. С момента запуска он существенно преобразил казахстанский биржевой рынок и обеспечил его конкурентное преимущество перед внебиржевой торговлей на долгие годы. Всего за семь «тучных» лет самый молодой из основных секторов биржи превратился в безоговорочного лидера: уже в 2001 году его оборот составил 871,6 млрд тенге, или в эквиваленте 5,9 млрд долларов США (26,8% от ВВП Казахстана), а в 2007 году этот показатель достиг 25,7 трлн тенге в эквиваленте 209,8 млрд долларов США (200,0% – соответственно).

Точкой отсчета в истории казахстанского рынка репо в целом можно считать 1996 год, когда банки начали регулярно проводить вне биржи прямые (договорные) сделки с государственными казначейскими векселями. Через достаточное короткое время ему удалось практически полностью заменить собой рынок коротких межбанковских кредитов благодаря хорошей ликвидности предметов репо. В качестве последних выступали ГЦБ, операции с которыми не облагались налогами. В то время сделки репо не декларировались участниками при их регистрации в ЦД как таковые, а представляли из себя сделки купли-продажи ГЦБ. Однако доходность облигаций к погашению для покупателя при таких сделках и доходность к размещению для продавца сильно различались, благодаря чему

### Операции репо

Слово «репо» происходит от английского «repo» – общепринятого сокращения словосочетания «repurchase agreement», что в переводе означает «соглашение о продаже с последующим выкупом». Операцией репо является совокупность двух взаимосвязанных сделок с ценными бумагами одного и того же наименования, сторонами которых выступают одни и те же лица. При этом:

- сделка открытия репо – это сделка купли-продажи, предполагающая перевод денег от одного из участников операции репо второму и передачу определенного количества ценных бумаг вторым из участников репо первому;
- сделка закрытия репо – это сделка купли-продажи тех же, что и в случае сделки открытия репо, ценных бумаг, предполагающая передачу денег от второго участника операции репо первому и возврат того же, что и в сделке открытия репо, количества ценных бумаг первым участником операции репо второму.

По сути, операция репо представляет из себя кредитование одного участника операции другим под залог ценных бумаг. При этом ставка кредитования – ставка репо – складывается из разницы цен сделок закрытия и открытия репо и срока репо, который равен количеству дней между датами сделки открытия и закрытия репо. Обычно ставка репо выражается в процентах годовых.

сделки можно было идентифицировать в статистике. Именно в таком скрытом виде рынок репо пришел на KASE в 1998 году вместе с активизацией торговли ГЦБ, вызванной развитием накопительной пенсионной системы.

Впервые официальный статус на бирже рынок репо получил 5 июля 1999 года, когда на KASE был открыт соответствующий торговый сектор. Однако фактически данная площадка заработала 2 августа 1999 года, когда был введен запрет на проведение прямых сделок в секторе купли-продажи ГЦБ. В результате казахстанский рынок получил два важных индикатора – истинную стоимость «коротких» денег и достоверную доходность ГЦБ на вторичном рынке в секторе купли-продажи, «очищенную» от влияния ставок репо. В качестве предмета операций репо в тот момент выступали ГЦБ, а все сделки в открытом секторе были договорными или, как их называли тогда и сейчас – прямыми.

Ключевую роль в развитии организованного казахстанского рынка коротких денег сыграли НПФ. В соответствии с законодательством пенсионным фондам разрешено было проводить операции только обратного репо, то есть давать деньги займы под залог ценных бумаг. Кроме того, полученные в управление пенсионные активы можно было инвестировать в финансовые инструменты в строго ограниченные сроки. Вкупе с падающей доходностью ГЦБ и корпоративных облигаций это предопределило постоянное предложение коротких денег на внутреннем рынке со стороны НПФ, и объем этого предложения непрерывно рос. Учитывая это, банки изменили тактику поддержки своей краткосрочной ликвидности и переориентировали ее на биржевую площадку репо, где всегда можно было купить деньги по минимальным ставкам, причем в процессе открытого и анонимного торга. Действие указанных факторов привело к развитию организованной составляющей казахстанского рынка репо и в основном – сектора так называемого автоматического репо. Быстрый рост популярности сектора и сохранение высокого спроса со стороны участников рынка на инструменты сектора авторепо на протяжении последующих почти 20-ти лет лишь подтверждают своевременность его открытия.

## Новый лидер – авторепо

С 1 августа 2001 года на KASE был открыт специализированный сектор репо, в котором в качестве залога, то есть предмета репо, использовались ГЦБ Министерства финансов и Национального Банка, а торги денежными ресурсами проводились основным методом биржи – методом непрерывного встречного аукциона. Предметом торга были значения ставок репо на стандартные сроки – 1, 2, 3, 7, 14 и 28 дней, выраженные в процентах годовых. На продажу и покупку в биржевом стакане выставлялись не ГЦБ, а суммы денег, кратные лоту в 5 млн тенге. Причем цена и количество этих ГЦБ, необходимое для участия в сделке, определялись торговой системой KASE автоматически. Отсюда родилось и название сектора – сектор автоматического репо или коротко – авторепо. А так как предметом репо выступали ценные бумаги государства, более точно операции в нем именовались операциями автоматического репо с ГЦБ.

В качестве предмета репо выступали не какие-то конкретные бумаги, а их корзина. Участник торгов, дающий займы деньги, в качестве залога получал адекватное по стоимости количество ГЦБ, но не знал, каких ГЦБ конкретно. Впрочем, это было не важно, так как инвестиционное качество этих бумаг было одинаковым, как и крайне низкий кредитный риск их эмитентов.

У этого инструмента была еще одна важная особенность. На прямом (договорном) репо права собственности на залог (то есть предмет репо) после открытия сделки переходили участнику торгов, дававшему деньги займы (кредитору), и он мог делать с этими бумагами все, что захочет – вплоть до продажи. В случае автоматического репо было иначе – ценные бумаги перемещались на счет кредитора в ЦД и блокировались до заключения сделки закрытия репо. При благополучном исполнении этой сделки предмет репо перемещался на счет вернувшего деньги, а если должник деньги не возвращал, бумаги просто разблокировались на счете кредитора. То есть права собственности на предмет репо при операции автоматического репо переходили к кредитору только в случае дефолта должника.

*По словам **Дамира Карасаева**, который был в то время Президентом KASE, принцип работы биржевого сервиса в секторе авторепо он «подсмотрел» в ходе посещения Стамбульской фондовой биржи: «Я понял, что это надо обязательно быстро внедрить у нас... Вскоре мы запустили эти операции. Самое главное – мы верили, что это запущено под корпоративные облигации, а на самом деле развитие ушло в рынок репо под государственные ценные бумаги. В принципе, операции репо не были чем-то новым. Рынок репо в Казахстане всегда существовал. По большому счету он сформировался на следующий день после выпуска государственных ценных бумаг. Банки всегда использовали портфель ГЦБ для того, чтобы регулировать свою краткосрочную ликвидность. Как только появились ноты Национального Банка, облигации Министерства финансов, банки для регулирования своей ликвидности постоянно использовали в качестве залога государственные ценные бумаги. Для нас же было важно его автоматизировать и превратить в какой-то биржевой товар. Мы всегда понимали, где рынок, и у нас всегда было желание поучаствовать на нем как биржа... Но я долго не понимал, как это можно организовать, а посмотрев, как это работает на Стамбульской фондовой бирже, мы в конце концов пришли к пониманию, как это сделать»<sup>20</sup>.*

Благодаря открытию сектора автоматического репо с ГЦБ члены KASE стали работать с короткими деньгами на рыночной основе при полной информационной прозрачности. Несмотря на молодость сектора, объем операций автоматического репо к концу 2001 года стал сопоставим не только с объемом сделок прямого (договорного) репо, но и с оборотом на рынке доллара США. К тому же, Национальный Банк получил эффективный инструмент регулирования краткосрочной ликвидности на открытом рынке, которым активно пользуется и по сей день. Поэтому нет ничего удивительного, что именно Нацбанк в немалой степени способствовал развитию этого сектора.

С 11 января 2002 года вступило в действие постановление Правления НБРК от 19 октября 2001 года №410, внесшее изменения в постановление Директората НКЦБ «О проведении сделок купли-продажи с участием пенсионных активов на организованных рынках ценных бумаг» от 24 июня 1999 года №352. Согласно этим изменениям сделки обратного репо с участием пенсионных активов должны были заключаться только методом открытых торгов. Это фактически означало, что теперь все сделки открытия репо, по которым в качестве покупателя ценных бумаг выступали КУПА, ГНПФ или члены биржи, уполномоченные КУПА на осуществление операций репо на KASE, должны заключаться только в секторе автоматического репо KASE.

Это постановление стало частью программы Национального Банка по переходу к так называемой официальной ставке репо (ОСР) – ключевому рыночному индикатору в условиях инфляционного таргетирования, которое было избрано им в качестве основополагающего принципа регулирования рынка на ближайшие два года. Да, да. Инфляционное таргетирование впервые вводилось в Казахстане в 2002 году, а не в 2015-м, как сейчас думают многие. Но после кризиса 2008–2009 годов о нем как-то забыли.

Программа перехода к ОСР была опубликована 20 февраля 2002 года. На первом ее этапе Национальный Банк начал еженедельно объявлять коридор процентных ставок по операциям прямого и обратного репо и обеспечил банкам широкой доступ к операциям репо с собой по ставкам в пределах этого коридора. Основными сроками операций репо с НБРК в течение переходного периода были «овернайт», семь и 14 дней. При этом Нацбанк стремился удерживать средневзвешенные рыночные ставки доходности операций репо около середины упомянутого коридора. В случае опасного приближения ставки к любой из его границ Нацбанк, в зависимости от факторов смещения, корректировал ликвидность выпуском своих нот, привлечением депозитов, проведением операций репо или, при необходимости, пересмотром границ коридора.

Начиная с середины сентября 2003 года НБРК отказался от поддержки краткосрочной ликвидности БВУ на рынке репо и ограничивался только привлечением денег, стерилизуя рынок. Эта стратегия сохранилась и в 2004 году. Значительное увеличение поступлений в Казахстан иностранной валюты в виде экспортной выручки, заемных средств и прямых иностранных инвестиций привели к опасности «перегрева» экономики, что заставило Национальный Банк в конце года ужесточить денежно-кредитную политику, в том числе за счет повышения учетных ставок. И хотя его намерение повысить ставку рефинансирования к концу 2004 года не было реализовано, и она осталась на уровне 7% годовых, все же НБРК пришлось отказаться от постепенного понижения единой ставки по операциям репо (ЕСР). Эта индикативная ставка на начало 2004 года составляла 4,5% годовых +/- 150 базисных пунктов. С 1 августа ЕСР была снижена до 3,5% годовых (+/- 200 базисных пунктов), с 1 октября она была поднята до 4% годовых, а с 1 декабря возросла до 4,25% годовых.

Таким образом, избыточная ликвидность тенге способствовала неуклонному снижению цены самых «коротких» денег. Особенно это ощущалось в

октябре и ноябре 2004 года, когда под влиянием высоких цен нефти на мировом рынке и новой волны размещений долговых ценных бумаг казахстанских компаний за рубежом, на внутреннем рынке страны продавались огромные суммы долларов США. Скупка значительной части этой валюты НБРК привела к росту денежной массы, в результате чего отдельные сделки открытия репо «овернайт» заключались на KASE под 0,15% годовых. То есть ставки репо практически стремились к нулю.

## Больше бумаг, хороших и разных

Другой качественный шаг в развитии рынка денег KASE произошел в 2002 году, когда биржа открыла специализированный сектор автоматического репо с НЦБ. Инструменты в секторе автоматического репо с НЦБ группировались по эмитентам и типам ценных бумаг в соответствии с новой редакцией внутреннего документа KASE «Спецификация рынка автоматического репо». Она была утверждена решением Правления биржи и введена в действие 28 февраля 2002 года.

В качестве предмета репо с НЦБ использовались только акции и корпоративные облигации, включенные в официальный список биржи категории «А», эмитенты которых полностью соответствовали ее листинговым требованиям. Принципиальным отличием данного сектора от сектора авторепо с ГЦБ было то, что предметом репо всегда выступала ценная бумага какого-то конкретного наименования, а не корзина бумаг<sup>21</sup>.

Торги в секторе автоматического репо с НЦБ, которые были открыты с 15 марта 2002 года, существенно расширяли список потенциальных предметов операций репо с участием пенсионных активов, причем расширение это происходило постепенно. Примечательно, что в этом сегменте репо ставки доходности операций прежде всего зависели от типа акций и корпоративных облигаций, а не от срока привлечения денег. Участники торгов прежде всего оценивали степень ликвидности рынка используемых НЦБ и инвестиционные риски получаемых в залог акций и облигаций.

Тенденция активного вовлечения НЦБ в операции автоматического репо, намеченная в конце 2002 года, получила мощное развитие в последующие годы. Если в первый год существования сектора сделки были заключены только с пятью соответствующими инструментами, то в 2003-м их число выросло до 45, а в 2004 году – до 85. Увеличился и объем соответствующих операций. Такая динамика была связана с положительным опытом, наработанным рынком в 2002–2003 годах, расширением списка НЦБ, прошедших на KASE процедуру листинга, а также с модификацией методики рыночной оценки НЦБ, используемых в качестве предметов операций авторепо.

Динамика ставок доходности в секторе автоматического репо была спокойной. Объяснялось это отсутствием дефицита тенге на рынке. Волатильность ставок репо значительно снизилась, а их зависимость от срока самих операций практически исчезла. Нередко ставки репо «овернайт» оказыва-

лись выше, чем цена более длинных денег, так как кассовые разрывы банков стали короче, и острую потребность они испытывали только в самых коротких тенге.

Подтверждением этому служила динамика индикатора TONIA (Tenge Over Night Index Average), который KASE стала рассчитывать по рекомендации Национального Банка с сентября 2001 года по ставкам автоматического репо «овернайт» с ГЦБ, и который сегодня остается одним из основных показателей финансового рынка страны. Поведение TONIA показывало, как правило, хорошо выраженную месячную ритмичность, обусловленную графиком бюджетных платежей, за исключением случаев, когда рынок диктовал свои условия. В некоторые периоды ликвидность участников финансового рынка по тенге и их клиентов оказывалась столь высокой, что «налоговые недели» были отработаны банками вообще без привлечения «коротких» денег.

К 2005 году ставки репо «овернайт» достигли минимума. С одной стороны, это было вызвано ужесточением денежно-кредитной политики Национального Банка, а с другой – очень низким уровнем ставок. Деньги в этот период нередко размещались на сутки под 0,001–0,01% годовых.

## Новая миссия «прямого» репо

Одновременно с сектором автоматического репо в 2001–2007 годах на KASE продолжал работать сектор так называемого «прямого» репо, в котором операции проводились по предварительному согласованию параметров сделки между ее участниками. Сектор этот был открыт 5 июля 1999 года, но реально заработал по инициативе брокеров в марте 2000 года. С тех пор объем операций «прямого» репо непрерывно рос, достигнув в 2007 году 15,6 млрд долларов США.

В отличие от сектора автоматического репо, который регулировался Национальным Банком через поддержку коридора ставок, участники рынка «прямого» репо были гораздо свободнее в определении параметров своих сделок. Можно было проводить операции по любой доходности, с любыми бумагами, включая ГЦБ, и на любые сроки, хотя в первые годы, как и в секторе автоматического репо, наиболее популярным было репо «овернайт».

Структура оборота с точки зрения ценных бумаг, используемых в качестве предмета операций в секторе «прямого» репо, тоже значительно отличалась от таковой в авторепе. Участники чаще использовали еврооблигации Казахстана, в работу вовлекались облигации местных исполнительных органов, доля НЦБ была значительно выше. Наиболее характерное отличие от сектора автоматического репо – ограниченное использование в качестве предмета репо-операций МЕАКАМ – было обусловлено незначительным участием в этом секторе Национального Банка, обычно работающего с этими ГЦБ. Более того, с 1 июля 2005 года НБРК вообще отказался от проведения операций прямого репо, о чем было официально объявлено его председателем Анваром Сайденовым. Причины такого решения – недостаток ценных

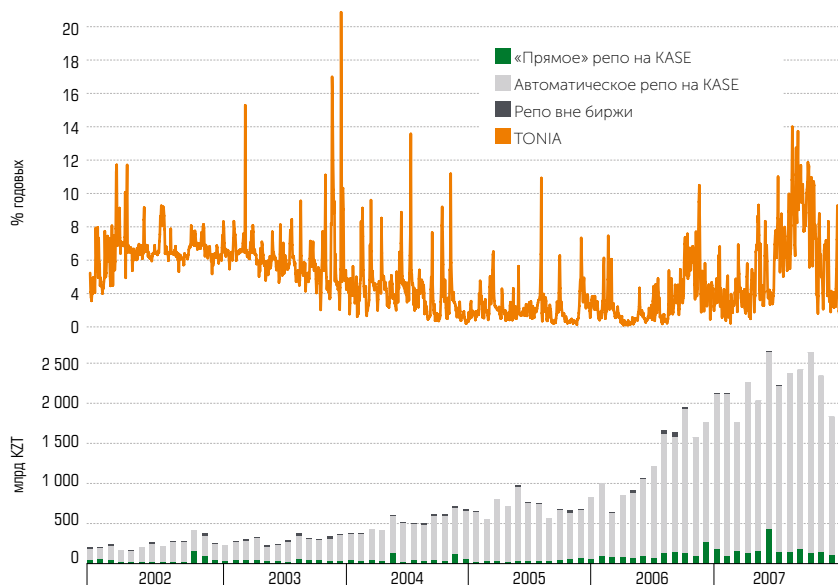
бумаг в портфеле Национального Банка и слабое влияние таких операций на ставку репо.

Что касается операций с НЦБ, то здесь отдавалось предпочтение корпоративным международным облигациям и облигациям официального списка ценных бумаг KASE категории «А».

Негативным свойством сектора «прямого» репо с точки зрения представительности складывающихся ставок являлась их не совсем рыночная природа. Участникам (нередко аффилированным лицам) было выгодно в ряде случаев работать через прямые сделки, решая свои финансовые взаимоотношения. Для этих целей инструмент был удобен, особенно принимая во внимание свободное формирование цены сделок открытия репо. Теоретически она могла быть любой и не привязывалась к цене предмета репо на рынке его купли-продажи.

К 2005 году характерной чертой стало широкое применение НЦБ в качестве предметов операций «прямого» репо. Объясняется это тем, что рынок этот все чаще использовался брокерами в качестве источника денег, позволяющих создать спекулятивный спрос на рынке акций. К началу 2006 года многие члены биржи освоили технологии «раскрутки» спот-рынка тех или иных акций, используя эти же акции в качестве предмета операций «пря-

### СТРУКТУРА ОБОРОТА РЫНКА РЕПО И СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ РЕПО OVERNIGHT (TONIA) В 2002–2007 ГОДАХ





мого» репо. И в определенной степени беспрецедентный рост Индекса KASE\_Shares в 2006 году был связан с применением таких технологий.

В целом можно сказать, что если сектор автоматического репо в 2001–2007 годах в основном использовался участниками биржевого рынка в традиционных целях, то сектор «прямого» репо – в новых и весьма специфичных. Динамика ставок здесь определялась множеством факторов, в том числе и стоимостью предмета репо в секторе купли-продажи на открытом рынке и рынке договорных сделок. Новая специфика рынка «прямого» репо проявилась и в том, что впервые тон здесь задавали не банки, а брокерско-дилерские компании. К примеру, по итогам 2005 года на долю этих членов KASE пришлось 49,6% от брутто-оборота операций.

## Когда опыт определяет правила игры

Относительная молодость биржевого рынка репо заставляла KASE весьма критически относиться к его нормативной базе. Различные прецеденты, возникающие в процессе проведения торгов и расчетов, стали тем базисом, на основе которого биржа продолжала постоянно изменять и дополнять внутренние документы. К примеру, опыт по организации рынка репо в 1999–2002 годах был учтен и обобщен в «Правилах осуществления операций репо»<sup>22</sup> и «Спецификации рынка автоматического репо»<sup>23</sup>, введенных в действие с 24 декабря 2002 года и сменивших ранее действовавшие внутренние документы KASE аналогичного предназначения.

Модернизация нормативной базы рынка репо осуществлялась по мере развития рынка и включала определение оптимальных лотов при торговле, совершенствование методики рыночной оценки бумаг, используемых в качестве предмета репо, а также усиления ответственности участников рынка при срыве сделок закрытия репо.

С 25 марта 2003 года решением Правления KASE от 19 февраля 2003 года был введен в действие новый внутренний документ KASE – «Методика оценки ценных бумаг», который установил порядок рыночной оценки акций и облигаций, используемых в качестве предметов операций автоматического репо и объектов блокировки для обеспечения обязательств участников торгов перед биржей. Новая методика вобрала в себя принципиально переработанные внутренние документы KASE – «Методику оценки государственных ценных бумаг» от 17 апреля 2001 года, и «Методику оценки негосударственных ценных бумаг» от 28 февраля 2002 года. Акции оценивались исходя из средней котировки маркет-мейкера по ним на покупку, сложившейся за месяц, предшествующий дню оценки, а облигации – из средней ставки доходности котировок маркет-мейкера на покупку, сложившейся за аналогичный период.

С 12 марта того же года KASE приступила к еженедельной публикации на главной странице своего веб-сайта информации по текущей рыночной оценке акций и облигаций, которая выполнялась в соответствии с новой ме-

тодиков. Эти данные могли использоваться участниками рынка для тестирования своих портфелей. Кроме того, предполагалось, что биржевая методика рыночной оценки ценных бумаг будет взята за основу Национальным Банком для рыночной оценки портфелей НПФ. Это намерение было претворено в жизнь письмом НБРК от 28 мая 2003 года, в котором он рекомендовал НПФ и ООИУПА с 1 июня 2003 года проводить оценку своих портфелей ценных бумаг по их рыночной стоимости. При этом оценку ГЦБ Республики Казахстан и НЦБ отечественных эмитентов было рекомендовано осуществлять еженедельно.

Борясь с прецедентами срыва сделок, 30 декабря 2003 года Биржевой совет утвердил дополнение в Правила осуществления операций репо. Документ вступил в действие с 1 января 2004 года и регламентировал ответственность участников операций репо, осуществленных «прямым» способом, в случае нарушения ими обязательств по исполнению сделок закрытия. Нововведение обязывало виновного в срыве сделки участника выплатить своему контрагенту неустойку в размере 5% от ее суммы. А с 1 марта 2004 года была введена норма, согласно которой в случае срыва операции «прямого» репо, предметом которой являлась бумага, исключенная из числа ценных бумаг, допущенных к обращению на KASE, виновник расторжения сделки должен был выплатить ее второму участнику до 50% от суммы сделки закрытия репо. Другое немаловажное изменение касалось возможности изменения параметров (даты закрытия или цены закрытия) сделки закрытия репо, которая относилась к операции репо, осуществляемой «прямым» способом.

Работа KASE над повышением ответственности участников биржевого рынка репо при исполнении своих обязательств перед контрагентами вылилась в дополнения и изменения Правил осуществления операций репо, утвержденные Биржевым советом 20 октября 2004 года. Корректировки вступили в силу с 22 декабря того же года. Они устанавливали запрет на осуществление операции репо любым способом, если на момент заключения относящихся к ней сделок открытия и закрытия стало известно, что в течение предполагаемого срока данной операции репо будет производиться полное или частичное погашение ценных бумаг, используемых в качестве предмета операции.

В дальнейшем биржа еще дважды вносила дополнения в Правила. С 28 января 2005 года из перечня разрешенных предметов операций репо были исключены МЕУЖКАМ. А с 1 февраля 2006 года было установлено, что общее количество операций репо по негосударственной эмиссионной ценной бумаге, включенной в официальный список KASE категории «А» и используемой в качестве предмета операции репо, не должно превышать пяти (вне зависимости от количества сроков, указанных в заявлениях членов KASE, и числа таких заявлений), а максимальный срок операции репо по данной ценной бумаге не может превышать 90 дней.

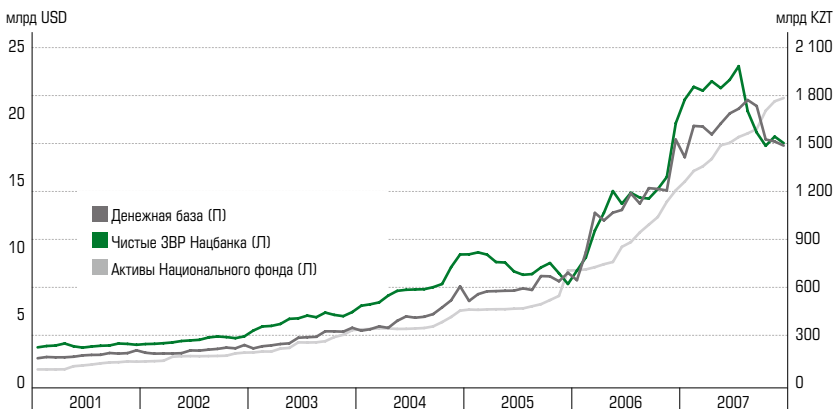
## РЫНОК ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ: ЗВЕЗДНЫЙ ЧАС ТЕНГЕ

Для валютного рынка Казахстана период «тучных лет» прошел под знаком укрепления тенге. Произошло это не сразу. В первые два года национальная валюта продолжала слабеть против доллара США, хотя и намного медленнее: в 2001-м ее обесценение к доллару США, судя по средневзвешенному курсу, составило 3,8%, а в 2002 году темп девальвации снизился до 3,3%. На стабилизацию ситуации на рынке работали не валютные интервенции Национального Банка, а реальное развитие экономики и импортозамещающего комплекса. При этом спекулятивный потенциал доллара США был снят методами денежного регулирования, что сделало изменение курса более прогнозируемым и плавным. 2003 год график USD/KZT встретил на своей высшей точке – 156 тенге за доллар США, откуда стартовало неуклонное падение котировок. Тенге начал набирать силу.

Этому способствовал возросший приток иностранной валюты на внутренний рынок, основными источниками которой стали выручка казахстанских экспортеров (доходы которых росли за счет высоких мировых цен на энергоресурсы), поступления от приватизации долей государственной собственности (АО «Корпорация «Казахмыс» и АО «Актобемунайгаз»), а также заимствования корпоративного сектора и банков второго уровня на внешних рынках. В итоге впервые за свою историю в 2003 году тенге укрепился как в номинальном, так и реальном выражении (8,03 и 12,4% соответственно).

В 2004 году валютный градус рынка еще больше повысился, подогреваемый теми же драйверами. Цена фьючерсов на поставку нефти сорта Brent

### ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ В 2001–2007 ГОДАХ



выросла в долларовом выражении на 29,8%. Сальдо торгового баланса Казахстана увеличилось за год до 7,3 млрд долларов США (против 4,6 млрд годом ранее). Объем экспорта – на 55,8% до 20,1 млрд долларов США. Продолжали расти и внешние займы. Только через размещение международных облигаций в 2004 году казахстанские банки и компании привлекли 3,4 млрд долларов США, что в 3,5 раза больше, чем годом ранее. Все это привело к значительному росту объема валютнообменных операций в Казахстане, дальнейшему укреплению тенге по отношению к доллару США, евро и российскому рублю, а также позволило значительно увеличить золотовалютные резервы и активы Национального фонда.

Однако радость за крепость валюты омрачало снижение конкурентоспособности казахстанских товаров на собственном рынке. С одной стороны, сохранение прогнозируемого уровня инфляции требовало от Национального Банка минимального вмешательства в события на открытом валютном рынке в качестве покупателя долларов США. С другой, интересы экспортоориентированной экономики требовали сбалансированного курса тенге к корзине валют стран – основных торговых партнеров. Именно по этой причине в конце 2004 года, когда укрепление тенге к валютам торговых партнеров Казахстана в реальном выражении достигло критических величин, НБРК принял решение об ужесточении валютного регулирования и стал активно поддерживать рынок снизу.

Особенно активными, судя по объемам торгов, выдались последние четыре месяца 2004 года, когда казахстанские экспортеры вывели на внутренний рынок накопленную за время летних каникул валютную выручку. А выход мировых цен нефти на исторический максимум в октябре 2004 года привел к рекордно высоким объемам продаж доллара США на KASE в ноябре и декабре. Скорость укрепления тенге к доллару США до ноября 2004 года была столь высока, что позволяла казахстанским банкам обслуживать свой долг в американской валюте по отрицательным реальным ставкам.

Получив очередной заем за рубежом через размещение евроноут или синдикацию, банк конвертировал валюту на внутреннем рынке, а когда надо было платить проценты, покупал необходимое количество существенно подешевевших долларов США на KASE и выполнял свои обязательства. Поэтому спекулятивная составляющая в поведении банковских трейдеров на рынке долларов США во второй половине года значительно выросла. На конец 2004 года один доллар США на KASE стоил 130 тенге, а к корзине валют 24 стран – торговых партнеров Казахстана он укрепился в реальном выражении на 6,1%.

В 2005 году конъюнктура внутреннего валютного рынка во многом определялась мерами Национального Банка и АФН, направленными на снижение перегрева экономики и сокращение притока в Казахстан долларов США, за исключением прямых иностранных инвестиций. Кроме того, местный рынок стал реагировать на укрепление позиций доллара США в мире, геополитические риски в регионе росли, как и экспансия капитала казахстанских банков во главе с АО «БТА Банк» за рубеж. Как результат, курс национальной валюты к доллару США ненадолго сменил тренд – тенге девальвировал в 2005 году на 2,91%. Но уже в 2006 году, на фоне прогнозов общего падения доллара США на ми-

ровых рынках, укрепление национальной валюты Казахстана возобновилось. К 20 июля курс USD/KZT достиг рекордно низкой отметки – в этот день за один доллар США на бирже давали всего 117 тенге. В целом же за 2001–2007 годы номинальное укрепление тенге к американскому доллару достигло 16,5%, к российскому рублю – 5%, а к евро тенге, напротив, ослаб на 26,7%.

С точки зрения финансовой стабильности Казахстана одним из важных положительных результатов полосы экономического подъема страны стала возможность значительно нарастить международные активы. Активное участие Национального Банка на внутреннем рынке в качестве покупателя иностранной валюты способствовало пополнению золотовалютных резервов. За семь лет их размер увеличился в восемь раз – с 2 318 млрд до 17 629 млрд долларов США, а активы Национального фонда удалось нарастить с 660 млн до 21 006 млн долларов США.

С другой стороны, укрепление тенге привлекло в Казахстан много иностранных инвесторов, как прямых, так и портфельных. Требовалось «переварить» этот колоссальный ресурс, направив финансовые потоки в реальный сектор и в реструктуризацию экономики. Поэтому и значимость биржи как узлового центра финансовой инфраструктуры возрастала.

## KASE – удобный валютный «хаб»

Динамика развития сектора иностранных валют на KASE в течение семи «тучных лет» в полной мере соответствовала общему тренду расширения экономики и финансового рынка. Ежегодный объем биржевых валютных торгов

### СЕКТОРНАЯ СТРУКТУРА ОБОРОТА КАЗАХСТАНСКОГО РЫНКА ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ В 2001–2007 ГОДАХ



между банками второго уровня вырос с 288,8 млрд в 2001-м до 1 606,3 млрд тенге в 2005 году, то есть в 5,6 раза. По итогам 2006 года данный показатель и вовсе утроился, достигнув 5 277,3 млрд тенге. Хотя последний рекорд в большей степени был связан с несистемным фактором. Резкий рост произошел во многом благодаря изменению в середине 2006 года системы формирования Национального фонда, в результате чего «нефтяные доллары» фактически стали конвертироваться на KASE дважды: сначала экспортерами для зачисления на тенговый счет Национального фонда, а затем Национальным Банком при переводе этих же денег в валютный эквивалент. Кроме того, несмотря на предпринятые НБРК и АФН шаги по ужесточению резервных требований для БВУ, произошел очередной всплеск объема внешних заимствований банков и корпоративного сектора. И хотя в 2007 году, повторить рекорд 2006-го не удалось, оборот рынка валют вновь увеличился более чем в два раза – до 11 199,2 млрд тенге.

Внебиржевой межбанковский рынок, на котором, в отличие от KASE, казахстанские банки могли проводить валютные операции как между собой, так и с нерезидентами, рос сопоставимыми темпами. Его оборот за семь лет увеличился с 1 088 млрд тенге до 21 189,0 млрд тенге. Без учета сделок с нерезидентами в среднем доля валютных сделок KASE в общем объеме валютных операций находилась на уровне 55–60%, а к концу 2007 года она достигала 70%.

Сильная позиция национальной валюты и относительно невысокий уровень инфляции (в 2001–2006 годах она колебалась в диапазоне 4,8–10% годовых) способствовали укреплению доверия к тенге со стороны населения,

### ПОКАЗАТЕЛИ БИРЖЕВОГО РЫНКА ДОЛЛАРА США НА KASE В 2001–2007 ГОДАХ



отечественных и иностранных инвесторов. При этом продавать валюту на KASE было, как правило, выгоднее и удобней, нежели на внебиржевом рынке.

Линейка инструментов валютной биржевой площадки включала доллар США, евро, рубль и марку ФРГ. Однако торги последней были прекращены с 1 октября 2001 года в связи с введением евро и выводом марки из обращения с начала 2002 года. Первенство в секторе иностранных валют на KASE традиционно удерживал американский доллар: на его долю в среднем приходилось более 90% всего объема биржевых сделок. Все без исключения сессии по иностранным валютам проводились в электронной торговой системе KASE методом открытых торгов. Курс биржи на планомерное развитие и модернизацию ТС уже к 2006 году позволял участникам сектора иностранных валют выбирать разные схемы расчетов. Долларом США можно было торговать с расчетом по схемам T+0 (USD\_TOD), T+1 (USD\_TOM) и T+2 (USD\_SPT), евро – по схеме T+0 (EUR\_TOD) и T+1 (EUR\_TOM), рублем – только с расчетами в день заключения сделок (RUB\_TOD). И все же объемы торгов по форвардным расчетам оставались небольшими – сделки по схеме T+1 и T+2 использовались участниками рынка только в случае праздничных дней, когда возможности осуществить расчеты день в день просто не было.

Организационно функционирование сектора выглядело следующим образом. Ежедневно на KASE проводились три торговые сессии по иностранным валютам: утренняя (10:15 – 11:00 ALT), где проходили основные торги для инструмента USD\_TOD; дневная (11:30 – 15:30 ALT), являющаяся дополнительной для инструмента USD\_TOD и основной для EUR\_TOD, RUB\_TOD; вечерняя (14:00 – 18:00 ALT), которая была основной для инструментов USD\_TOM, USD\_SPT и EUR\_TOM.

## Курс на либерализацию

Сегодня валютный режим Казахстана не предусматривает какие-либо ограничения на свободу перемещения капитала. База для его либерализации была заложена именно в 2001–2007 годах. К этому моменту у Национального Банка сложилось четкое понимание того, что сохранение ограничений на вывод капитала может вызвать дисбаланс потоков капитала в экономике и будет оказывать давление на обменный курс тенге в сторону его номинального, а значит, и реального роста.

В 2002 году была принята Концепция либерализации валютного режима в Республике Казахстан, одобренная постановлением Правления Национального Банка от 11 сентября 2002 №369, предусматривающая поэтапную отмену ограничений на проведение валютных операций. На ее базе в 2003 году была принята Программа либерализации валютного режима на 2003–2004 годы<sup>24</sup>, которая в 2004 году была актуализирована на период 2005–2007 годов<sup>25</sup>.

Начало реализации первого этапа либерализации было положено с вступлением в силу Закона от 8 мая 2003 года «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты РК по вопросам банковской деятельно-

сти, валютного регулирования и валютного контроля»<sup>26</sup>. Основной целью первого этапа стало повышение эффективности использования валютных средств за счет расширения инвестиционных возможностей казахстанского бизнеса. В частности, он предусматривал смягчение режима валютного регулирования инвестиций в ценные бумаги нерезидентов и прямых инвестиций резидентов за рубеж, расширяющих производственный потенциал Казахстана, которые создают условия для проникновения на новые перспективные рынки и предоставляют необходимый уровень контроля над объектами инвестирования.

На втором и третьем этапе нужно было создать условия для отмены ограничений на проведение валютных операций и перехода на принципы полной конвертируемости национальной валюты. В этой связи 18 декабря 2005 года был введен в действие новый Закон «О валютном регулировании и валютном контроле»<sup>27</sup>. Наряду с отменой существенной части валютных ограничений, документом устанавливались полная отмена разрешительного порядка проведения валютных операций и открытия счетов в зарубежных банках и переход на принципы репатриации валютной выручки в установленные внешнеторговыми контрактами сроки с 1 января 2007 года.

Для минимизации рисков, связанных с либерализацией капитального счета и выработки своевременных и адекватных мер реагирования на возможные кризисные ситуации, необходимо было иметь четкую картину о масштабах и характере проводимых валютных операций, тенденциях в сфере трансграничных потоков капитала. Поэтому одной из важных задач второго этапа либерализации, который завершился в 2006 году, стало усиление системы статистического мониторинга валютных операций. Данные по ним, получаемые Национальным Банком в рамках режимов регистрации и уведомления, а также в рамках экспортно-импортного валютного контроля, создавали информационную базу для ведения статистического мониторинга и анализа валютного регулирования. Уже совсем скоро этой системе предстояло пройти проверку на эффективность мировым финансовым кризисом.

## КАСЕ И ПРОЕКТ РЕГИОНАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА (РФЦА)

7 января 2007 года биржа была определена оператором специальной торговой площадки РФЦА, чему предшествовала большая подготовительная работа по созданию самого финансового центра в южной столице.

Идея Главы Казахстана придать Алматы статус финансового центра была озвучена и обсуждалась еще с середины 90-х годов. Но все предпосылки, в первую очередь экономические, сложились в новом веке. И тогда же началась серьезная проработка концепции проекта, к которой была привлечена международная консалтинговая компания Boston Consulting Group. BCG стала консультантом правительства в разработке приемлемой для Казахстана модели



финансового центра. Выбор пал на BCG в связи с опытом участия компании в проектах по созданию финансовых центров Сингапура и Таиланда. Казахстанская сторона в проекте была представлена Центром маркетингово-аналитических исследований при Министерстве экономики.

Разработчиками рассматривались две принципиальные модели центра – международного или регионального. И именно BCG дало рекомендацию и обоснование в пользу регионального финансового центра.

5 июня 2006 года Президент подписал Закон «О региональном финансовом центре города Алматы», в соответствии с которым РФЦА наделялся особым правовым режимом, регулирующим взаимоотношения участников финансового центра. Уполномоченным органом финансового центра стало Агентство РК по регулированию деятельности финансового центра – АРД РФЦА. Развитием центра занималось специально созданное АО «Региональный финансовый центр города Алматы», сокращенно – АО «РФЦА».

В ходе развития концепта на территории РФЦА была предусмотрена специальная торговая площадка, которая не являлась самостоятельной фондовой биржей, но оперировалась (управлялась и обслуживалась) фондовой биржей, функционирующей на территории Алматы. В соответствии с приказом АРД РФЦА в качестве специальной торговой площадки (СТП РФЦА) была определена KASE<sup>28</sup>. Субъектами финансового центра являлись его участники – организации, зарегистрированные в РФЦА в качестве юридических лиц и обладающие лицензиями АФН на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на РЦБ.

Объектами РФЦА являлись ценные бумаги, допущенные к обращению на СТП РФЦА. Споры участников финансового центра по закону должны были разрешаться специализированным финансовым судом. При этом АРД РФЦА по отношению к участникам финансового центра осуществляло отдельные функции других государственных органов. А Кодекс «О налогах и других обязательных платежах в бюджет» предусматривал ряд специальных налоговых льгот в отношении РФЦА и его участников.

Несмотря на все противоречия и споры, которые вызвал в профессиональном сообществе проект создания РФЦА, нельзя не отметить положительные стороны этой новации.

Появление РФЦА способствовало усовершенствованию законодательной базы, формированию инфраструктуры фондового рынка, переходу на качественно другой уровень инвестиционной активности населения после публичного размещения акций АО «Казахтелеком» в конце 2006 года и реализованной АО «РФЦА» программы повышения финансовой грамотности населения в регионах.

Для оценки рыночной модели и технической инфраструктуры СТП РФЦА была привлечена шведская компания OMX Technology AB – оператор скандинавских и прибалтийских фондовых бирж. По результатам обширного и объективного технического обследования, проведенного в 2006–2007 годах, было принято решение о модификации торговой системы KASE. Речь шла о повышении устойчивости и безотказности работы системы, осуществлении постоян-

## КАК KASE ПОЛУЧИЛА СТАТУС КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ

На фоне обсуждения вопросов о функционировании площадки KASE как биржи, признаваемой РФЦА, встал вопрос о необходимости ее коммерциализации. 29 марта 2007 года для определения путей взаимодействия между KASE и АРД РФЦА Биржевой совет создал Согласительную комиссию, которая провела три встречи с руководством агентства, по результатам которых был сформирован финальный протокол от 25 мая 2007 года. В нем были зафиксированы взаимные желания коммерциализировать KASE, изменить принцип голосования по акциям биржи, снять ограничения на приобретение ее акций любыми заинтересованными лицами, а также было закреплено намерение АО «РФЦА», подведомственного АРД РФЦА, приобрести до 25% акций KASE при их публичном размещении (на сумму до 600 млн тенге), если дополнительно выпущенные акции биржи будут размещены не полностью.

8 августа 2007 года вступил в силу Закон Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам развития регионального финансового центра города Алматы» от 21 июля 2007 года, согласно которому был изменен Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» в части, определяющей правовое положение фондовой биржи и систему управления ею. Поскольку Закон Республики Казахстан «Об акционерных обществах» разрешал функционирование некоммерческих организаций в организационно-правовой форме акционерного общества только в предусмотренных законодательством случаях, с 8 августа 2007 года KASE де-юре стала коммерческой организацией, а ее акции стали доступными неограниченному кругу инвесторов.

Согласно этому же закону, принцип голосования на общем собрании акцио-

неров KASE был изменен с «один акционер – один голос» на «одна акция – один голос», а в качестве противовеса новой системе управления KASE было установлено 5%-ное ограничение на максимальное количество акций биржи, которое может принадлежать ее одному акционеру совместно с его аффилированными лицами. Исключение было сделано только для АО «РФЦА», которому может принадлежать до 25% от общего количества голосующих акций KASE.

23 августа 2007 года годовое общее собрание акционеров биржи внесло связанные с коммерциализацией поправки в ее устав, приняло решение увеличить количество объявленных акций KASE до 5 млн (с учетом сплита существующих акций в пропорции 1:1 000 и публичного размещения дополнительно выпущенных акций) и утвердило Стратегию развития KASE на 2007–2010 годы, предвзвительно одобренную Биржевым советом 26 июля 2007 года. Указанная Стратегия являлась первым в истории KASE формальным документом, определяющим основные направления развития биржи и наиболее значимые мероприятия, которые должны быть осуществлены в рамках этих направлений.

Решением Биржевого совета от 29 августа 2007 года была сформирована рабочая группа, задачей которой была определена выработка условий и критериев тендера по выбору финансового консультанта для размещения акций биржи в соответствии со Стратегией ее развития на 2007–2010 годы. Одновременно Биржевой совет принял решение объявить с 10 сентября 2007 года тендер по выбору финансового консультанта для размещения акций KASE. 16 ноября 2007 года биржа объявила о том, что по результатам тендера его победителем определен консорциум АО «VISOR Capital» (ВИЗОР Капитал) и АО «Сентрас Секьюритиз», который совместно с

KASE приступил к работе по подготовке размещения акций биржи.

Тем же законом от 21 июля 2007 года товарищества с ограниченной ответственностью, обладающие статусом участника РФЦА, получили право претендовать на вступление в члены KASE по «основным» категориям. Для того чтобы оградить основные торговые площадки KASE от низкокапитализированных брокеров-дилеров 17 августа 2007 года Биржевой совет установил, что членами биржи по этим категориям могут быть только те юридические лица, которые функционируют в организационно-правовой форме акционерного общества. После этого биржа приступила к разработке поправок во внутренний документ KASE «Правила организации и

функционирования специальной торговой площадки регионального финансового центра города Алматы», которые позволили бы организациям, являющимся членами биржи по «основным» категориям и аккредитованным в качестве участников РФЦА, получать членство на KASE по категории «А», то есть становиться членами KASE как оператора СТП РФЦА. Эти поправки, ставшие первым шагом по объединению торговых площадок KASE, были введены в действие уже 15 января 2008 года. Дальнейшие усилия биржи были направлены на обеспечение идентичности наборов финансовых инструментов, допущенных к обращению на ОТП KASE и СТП РФЦА, и на достижение состояния, при котором обе площадки рассматривались бы как одно и то же.



*Торговый зал KASE на ул. Айтеке би, 67, 2007 год*

ного мониторинга ее производительности, обеспечении разнообразия сервисов, в том числе через включение в нее графической информации, поддержки торгового FIX-протокола, используемого для подключения к торговой системе сторонних торговых терминалов. Именно эти задачи определили дальнейшее развитие торговой системы биржи на последующие годы.

В АО «РФЦА» впервые в истории казахстанского рынка ценных бумаг была создана база данных компаний, ценные бумаги которых могли быть выведены на организованный рынок. С этими компаниями проводились встречи и разъяснительная работа. По сути, именно в рамках проекта РФЦА биржа начала маркетинговую деятельность по привлечению на свою площадку как эмитентов ценных бумаг, так и инвесторов. Уже гораздо позже, после кризиса, в 2016 году KASE возобновила эту деятельность на принципиально новом уровне, делая упор на регионы, и продолжает ее до сих пор.

На базе РФЦА было создано и первое в Казахстане национальное рейтинговое агентство, оказывающее услуги в области независимой оценки местных компаний с присвоением корпоративных кредитных рейтингов и рейтингов корпоративного управления. Впервые была предпринята попытка создания собственной системы рейтингования для внутренних эмитентов и инвесторов. Стратегическим партнером РА РФЦА являлось Рейтинговое агентство Малайзии.

Еще один проект, реализованный РФЦА совместно с российской биржей РТС на базе ее прогрессивных технологий, – создание в Алматы товарной биржи «Евразийская торговая система» (ЕТС). На сегодняшний день это одна из крупнейших товарных бирж Казахстана, где в основном торгуется сельскохозяйственная продукция: пшеница, рожь, ячмень, семена подсолнечника, мука и подсолнечное масло. Для осуществления эффективных торгов фьючерсами на этой бирже был создан клиринговый центр, техническая база и система управления рисками для гарантирования исполнения сделок участников рынка.

И все же РФЦА так и не смог выполнить все свои функции, предусмотренные при его создании. Не повезло с самим временем его появления: уже в 2007–2008 годах в мировой экономике начал нарастать финансовый кризис, который ударил как по реальному сектору экономики, так и по всем сегментам финансового сектора Казахстана. Не остался в стороне и рынок ценных бумаг, начался отток инвесторов, снижались объемы биржевых торгов. Функционирование двух торговых площадок – СТП РФЦА и ОТП KASE – в таких условиях было нецелесообразным.

С другой стороны, в результате их объединения появилась единая площадка с упрощенными листинговыми требованиями, что позволило привлечь на фондový рынок в качестве эмитентов компании небольшой капитализации – так называемые компании второго эшелона. Этот проект, инициатором которого выступало в основном АО «РФЦА», оказался достаточно рискованным, так как уже позже, в 2009 году, большинство таких компаний допустило дефолты по своим обязательствам. Тем не менее, обработка этих дефолтов, в том числе и в виде создания «буферной категории» официального списка KASE, дала бирже бесценный опыт, который был учтен почти десять лет спустя при создании на бирже альтернативной площадки.



*II ежегодная конференция Казахстанской фондовой биржи  
по финансовому рынку, 2008 год*



KASE



Глава 4

# ИСПЫТАНИЕ КРИЗИСОМ

ПРЕДВЕСТНИКИ ПЕРВОЙ ВОЛНЫ  
УДАР ПО ВСЕМ ФРОНТАМ  
ЧЕРЕЗ ДЕВАЛЬВАЦИЮ И ДЕФОЛТЫ  
К ВОССТАНОВЛЕНИЮ И РОСТУ

## Глава 4.

# ИСПЫТАНИЕ КРИЗИСОМ

В начале 2007 года еще по инерции «тучных лет» все шло, или точнее воспринималось, как продолжение благополучия. Но, как говорится, в воздухе уже пахло грозой. Профессиональное сообщество понимало: кризис неизбежен. Его наступление – лишь вопрос времени. Но поскольку на мировые события экономика Казахстана реагировала с некоторым временным лагом, еще была возможность максимально закрыть тылы.

На первой же пресс-конференции в январе 2007 года Агентство финансового надзора официально подтвердило обеспокоенность нарастанием рисков в финансовой отрасли, и особенно в банковском секторе. Тогдашний глава АФН<sup>1</sup> Арман Дунаев<sup>2</sup> заявил о намерении регулятора более жестко реагировать на ситуацию и о выработке стратегии превентивных мер.

За 2006 год, по данным АФН, объем всех совокупных обязательств банковского сектора перед нерезидентами практически удвоился. На начало года сумма их обязательств составила 4 125,1 млрд тенге, а доля в общем объеме обязательств банков второго уровня составила 51,6%. И это уже при том, отмечало тогда руководство АФН, что после ужесточения требований по привлечению внешних заимствований, практически вдвое снизилась доля внешних краткосрочных совокупных обязательств банков. Агентство также озабочилось усилением контроля в сфере кредитования физических лиц.

## ПРЕДВЕСТНИКИ ПЕРВОЙ ВОЛНЫ

На старте года международные резервы страны росли – по итогам января ЗВР составили 35 639,4 млн долларов США (+ 7,4%). Банки продолжали *roadshow* по европейским столицам и финансовым центрам, собирая длинные деньги. В начале февраля Альянс Банк<sup>3</sup> с гордостью сообщил об успешном размещении дебютного выпуска еврооблигаций на 750 млн евро<sup>4</sup>, в этой сделке приняли участие более 235 инвесторов. А чуть ранее сообщалось, что «чистая прибыль банка достигла 14 млрд тенге».

Тем временем внутри страны стремительно развивалась ситуация с Валют-Транзит Банком. 14 февраля 2007 года СМИ сообщили о принудительной ликвидации банка по иску АФН в связи с отзывом у банка лицензии<sup>5</sup>. Банк задолжал своим клиентам 21 млрд тенге. Но, как позже сообщил Казахстанский фонд гарантирования депозитов<sup>6</sup>, сумма гарантированных выплат физлицам Валют-Транзит Банка составит около 16 млрд тенге.



7 января вступил в силу приказ Председателя Агентства РК по регулированию деятельности РФЦА<sup>7</sup>, определяющий KASE оператором специальной торговой площадки (СТП) центра. А само АРД РФЦА активизировало работу в регионах и заключало меморандумы о сотрудничестве. Были согласованы правила организации и функционирования СТП: определены члены биржи, которые были вправе осуществлять сделки на ней; условия участия в торгах; виды ценных бумаг; порядок их допуска к обращению, процедуры листинга и делистинга. И уже 27 февраля прошли первые торги на СТП РФЦА.

В марте руководство РД «КазМунайГаз» отправилось в европейское road-show, чтобы представить консолидированную финансовую отчетность за минувший год.

В апреле ING Bank, Standard Chartered Bank и Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited предоставили группе БТА синдицированный заем в йенах, эквивалентный 500 млн долларам США<sup>8</sup>. В мае ЕБРР вошел в состав акционеров пенсионного фонда ГНПФ, выкупив 9,99% от общего количества акций<sup>9</sup>...

Так мозаично, но скорее позитивно, с вкраплениями негатива, выглядела картина в финансовом секторе в 2007 году. Тем не менее, эксперты, и в частности, аналитик Standard & Poor's **Екатерина Трофимова**, еще в марте говорила журналу «Эксперт» о низкой капитализации казахстанских банков, что делает их уязвимыми при неблагоприятных конъюнктурных движениях на рынке.

*«Капитал является своего рода подушкой безопасности, и чем она тоньше и хуже по качеству, тем выше угроза летального исхода. Вводимые в Казахстане этой весной новые ограничения по иностранным заимствованиям призваны стимулировать увеличение капитала банков, но все же принципиального улучшения показателей капитализации в ближайшей перспективе мы не ожидаем».*

*Реагируя на тревожные внешние и внутренние индикаторы, уже с 2006 года НБРК и АФН готовили ежегодные отчеты по финансовой стабильности. «Наша задача обозначить индикаторы, ибо их переход в критическое состояние означает, что на рынке предкризисная ситуация, – комментируя тогда ситуацию, рассказал глава Национального Банка **Анвар Сайденов**. – Один из индикаторов, который мигает на протяжении нескольких лет – объем валового внешнего долга и его отношение к ВВП. По состоянию на 30 июня внешний долг составлял 91 млрд долларов США и приблизился к размеру ВВП. Почти половина его – 45,4 млрд – внешняя задолженность всех банков второго уровня. В третьем квартале банки второго уровня должны погасить чуть более 3 млрд долларов США. В четвертом – почти столько же»<sup>10</sup>. Поэтому АФН и Нацбанк приняли ряд мер, которые обеспечили банки определенными «компенсаторными возможностями».*

Но в последний уикенд лета поднялся ажиотажный спрос на доллары США. Он был следствием тех тревожных сигналов о кризисе, которые поступали в Казахстан из-за границы. Как вспоминал те дни Анвар Сайденов, к счастью, в той ситуации не пришлось прибегнуть к средствам Нацфонда, но ЗВР Нацбанка в пик кризисных явлений снизились с 23 до 17 млрд долларов США. Во второй половине августа Национальный Банк продал 4,5 млрд на рынке и еще 1,6 млрд долларов США – в сентябре 2007 года. Это было сделано для того, чтобы успокоить рынок, поддержать стабильность обменного курса. В результате принятых НБРК мер национальная валюта быстро укрепилась – со 126 до 121 тенге за доллар США.

Одной из причин резких перемен валютного курса, считали эксперты, стала не только паника населения, спровоцированная сообщениями о кризисе, но и вывод иностранными инвесторами капитала из Казахстана. Они снимали краткосрочные тенговые депозиты и вывозили валюту, покидая страну. Размер этого «флеш-капитала» оценивался Нацбанком в 4–5 млрд долларов США. Одна из мер, предпринятая тогда НБРК, – заметное ужесточение кредитной политики банков, начиная со второго полугодия 2007 года. В числе других мер Национального Банка были: предоставление ликвидности (репо); пересмотр механизма формирования минимальных резервных требований (МРТ) – изменения были направлены на сокращение базы резервных обязательств и расширение структуры резервных активов. Это позволило БВУ дополнительно высвободить около 150 млрд тенге.

Все эти события вплетались в рабочий процесс биржи. Во вступлении к отчету KASE за 2007 год **Азамат Джолдасбеков** написал: «Ну вот он и

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ, ПОВЛИЯВШИЕ НА ДИНАМИКУ КУРСА ДОЛЛАРА США В 2007 ГОДУ



## МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС 2007–2009 ГОДОВ

С первым шоком и, как впоследствии оказалось, первым предвестником мирового финансового кризиса Казахстан справился. Похожие предвестники были повсеместно – и в Европе, и в Азии, и в США. Например, в Европе первой жертвой в сентябре 2007 года стал крупнейший банк Великобритании Northern Rock.

Сейчас считается, что спусковым крючком, триггером, который привел в действие скрытые риски в финансовых системах многих стран, стал кризис высокорисковых ипотечных кредитов «subprime» в США. Объемы просроченных выплат по ипотечным кредитам нарастали, начались массовые процессы отчуждения банками залоговой недвижимости, сузились возможности рефинансирования таких кредитов, началось падение цен на бумаги, обеспеченные субстандартными залогами.

Точкой же отсчета глобального финансового кризиса принято считать 15 сентября 2008 года, когда о банкротстве объявил один из системообразующих банков США Lehman Brothers. Мировые рынки отреагировали на это событие падением котировок: индекс Dow Jones – на 504,48 пункта (4,42%); S&P 500 – на 59 пунктов (4,71%); NASDAQ – на 81,36 пункта (3,6%); потери по индексу MMB5 доходили до 10%. За Lehman Brothers закачался страховой холдинг American International Group. В том же

сентябре состоялась продажа инвестбанка Merrill Lynch. Его приобрел Bank of America. Американские инвестбанки Morgan Stanley и Goldman Sachs в то же время перешли под регулирование ФРС.

В этой ситуации инвесторы пересматривали свои позиции в отношении развивающихся стран. Кризис ликвидности на мировом рынке привел и к ужесточению условий кредитования субъектов развивающихся рынков, в том числе и казахстанских банков. Избежать какого-либо влияния ситуации на внутреннюю экономику Казахстана было практически невозможно ввиду высокой степени интеграции нашей экономики в мировую, считал еще в августе 2008 года глава Национального Банка Анвар Сайденов. Казахские банки также реагировали на изменение ситуации: темп роста ипотечного кредитования БВУ снизился с 27 до 3,4% в первом полугодии 2008 года.

В целом эксперты выделяют три этапа мирового кризиса: первый – с 10 августа 2007 года по 15 сентября 2008 года; второй – с 15 сентября 2008 года по 1–2 апреля 2009 года (принято считать, что с проведения G-20 в Лондоне началась переориентация мировой экономики и перелом тренда); третий после 1–2 апреля 2009 года<sup>11</sup>. При этом многие аналитики сходятся в том, что он перешел в латентное состояние и тянется до сих пор.

наступил. Мировой финансовый кризис. Вместе с ним закончились и семь «жирных» лет. В этот раз, в отличие от кризиса 1997–1998 годов, новый кризис не обошел стороной казахстанский финансовый рынок. Значит, тот повзрослел и вписался в мировую финансовую систему, что в целом неплохо. С другой стороны, наш рынок оказался пока что неустоявшимся: по идее даже в условиях пертурбаций торговые обороты должны сохраняться. В Казахстане же они упали по причине «бегства» непрофессиональных инвесторов, которых отпугнули ценовые провалы. Вдобавок на рынке резко сократилась доля пенсионных активов, в отношении которых государство сменило инвестиционные ориентиры. Так что есть плюсы и есть минусы. Есть взлеты и падения. Есть то, что просто называется «жизнь». KASE тоже живет своей жизнью, которая не останавливается даже из-за финансового кризиса».

Биржа перешла в режим работы в условиях финансовой нестабильности. Серьезным испытаниям подвергся рынок иностранных валют, на котором по-прежнему доминировал доллар США. Традиционные факторы формировали конъюнктуру на рынке до конца первой декады мая. Но в привычный контекст уже стали вплетаться иные события: обвал мировых фондовых индексов в феврале 2007 года, бегство нерезидентов, введение лимитов АФН на внешние заимствования. А также события, о которых упоминал глава Национального Банка.

Начиная со второй декады мая 2007 года рынок традиционно стал отрабатывать коррекцию, сбрасывая с себя излишнюю «перепроданность» долларов США, которая возникла в период бюджетных платежей по итогам 2006 года. Но коррекция зашла столь далеко, что стала походить на глобальный разворот,

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ, ПОВЛИЯВШИЕ НА ДИНАМИКУ ИНДЕКСА РЫНКА АКЦИЙ KASE В 2007 ГОДУ



в результате чего Национальный Банк был вынужден в середине июня оказать демпфирующее воздействие на рынок.

Августовский ажиотаж был так описан в отчете KASE: «Физические и юридические лица снимали депозиты с банковских счетов, стремясь перевести полученные деньги в доллары США или евро. Ситуацию усугубили рост ставок денежного рынка и резкое сокращение банковских программ кредитования. К концу августа ситуация зашла столь далеко, что Национальный Банк был вынужден прибегнуть к объемным валютным интервенциям на KASE, в результате которых курс тенге к доллару США удалось вернуть на докризисные отметки. Начиная с середины октября и до конца 2007 года казахстанский рынок доллара США выглядел объективно равновесным и стабильным в ценовом отношении. Его игроки поверили в эффективность антикризисных мер, предпринимаемых правительством и Национальным Банком, а также в тщетность попыток дестабилизировать курс». То есть регуляторные рычаги в этот раз сработали.

На рынке акций также происходили перемены. К лету рост Индекса KASE\_Shares, который начался еще в середине 2005 года, остановился, а капитализация биржевого рынка акций, зависящая в 2007 году в основном от цен долевых инструментов, а не от изменения списков биржи, достигнув в июле максимального значения в 70 млрд долларов США, начала падать. Иностранные инвесторы, обеспокоенные большой зависимостью казахстанских банков от зарубежного финансирования, а также качеством их активов, стали закрывать длинные позиции по казахстанским бумагам, вызвав тем самым обрушение цен акций и облигаций отечественных банков за рубежом и в Казахстане. Падению рынка препятствовал энтузиазм инвесторов, скупающих подешевевшие акции. Им, конечно, не удалось переломить мировую тенденцию «бегства в качество», но их действия ощутимо стабилизировали казахстанский рынок.

Паника, постепенное ухудшение экономической ситуации привели к тому, что рынок акций практически был лишен потенциала дальнейшего роста, хотя выраженного падения пока еще не было. Капитализация рынка на

## Индекс KASE\_Shares и Индекс KASE

С 1 октября KASE запустила новый индекс своего рынка акций – Индекс KASE. Это было обусловлено выходом рынка акций на качественно новый уровень развития. Как отмечалось в релизе биржи, «Индекс KASE призван более адекватно, чем KASE\_Shares, отражать ситуацию на отечественном организованном рынке акций, а по мнению биржи, это даст толчок для создания индексных фондов и, возможно, рынка соответствующих деривативов». Принципиальное отличие Индекса KASE от Индекса KASE\_Shares состояло в том, что новый индекс рассчитывался по ценам сделок, а старый допускал расчет по котировкам спроса и предложения в случае отсутствия сделок. Другими словами, уровень ликвидности рынка акций KASE в 2007 году оказался достаточным, чтобы начать рассчитывать индекс в соответствии с принятыми в мире стандартами. При этом значения Индекса KASE продолжили временной ряд Индекса KASE\_Shares.

KASE за 2007 год снизилась на 4,91%, а рост индексов рынка акций (сначала KASE\_Shares, а потом Индекса KASE) не превысил 9,1%. Падали акции практически всех казахстанских банков, а «убежищем» для инвесторов стали компании добывающего сектора экономики.

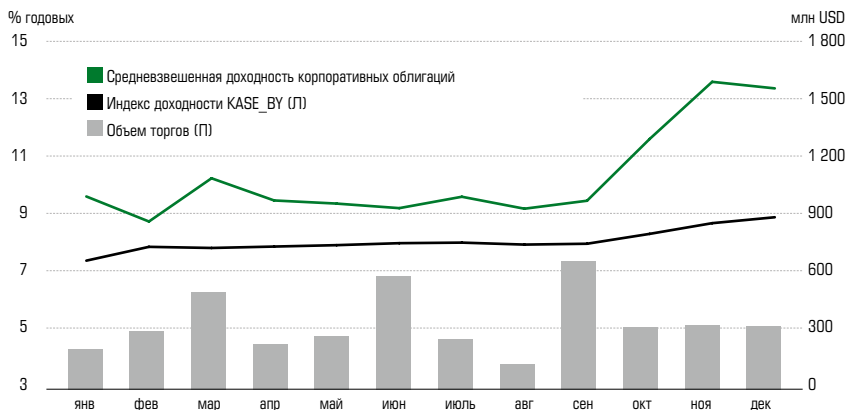
Характерной чертой года были сильные позиции привилегированных акций. По итогам года прирост их стоимости в среднем превысил 58%, а оборот за год вырос в 3,5 раза и составил 19,3% от всего оборота рынка акций.

Дрогнул под ударами мирового кризиса и рынок корпоративных облигаций. В августе 2007 года был зафиксирован минимальный объем биржевых операций. И хотя в сентябре началась активизация, сделки шли с выраженным падением цен и ростом доходности.

Стабилизация на средних месячных отметках наметилась в конце года. При этом заметно активизировался первичный рынок, на котором потерявшие возможность рефинансироваться за рубежом банки пытались заимствовать деньги местных инвесторов. Однако текущий уровень инфляции не позволял это сделать по приемлемой цене. В результате покупателями предлагаемых облигаций выступили только аффилированные банкам структуры, с которыми БВУ вынужденно делились рисками. Это стало основной причиной, по которой доля присутствия на биржевом рынке казахстанских НПФ к концу года стала расти.

В четвертом квартале 2007 года активизировалось и Министерство финансов, составив серьезную конкуренцию корпоративным облигациям. Если в начале года это ведомство размещалось по удобной ему ставке и демонстрировало незаинтересованность в привлечении денег, то во второй половине года его мотивировала необходимость финансирования появившегося бюджетного дефицита.

### ДИНАМИКА БИРЖЕВОГО ОБОРОТА И ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА KASE В 2007 ГОДУ



Минфин отдавал предпочтение выпуску индексированных по инфляции облигаций и дисконтных МЕККАМ – то есть наиболее привлекательных для НПФ инструментов. И эти ГЦБ покупались инвесторами наиболее охотно. Ставки по средне- и долгосрочным облигациям Минфина на первичном рынке подскочили к концу 2007 года на 300–400 базисных пунктов. Вторичный же рынок ГЦБ под влиянием кризиса к концу 2007 года практически перестал функционировать.

Мотивация Национального Банка была противоположной. Если в первой половине 2007 года НБРК стерилизовал рынок благодаря выпуску нот, то после событий августа его больше заботило поддержание ликвидности в финансовой системе. Нацбанк начал досрочно гасить облигации. В результате объем находящихся в обращении нот снизился с 7 млрд в августе до 2 млрд долларов США в декабре.

Рынок операций репо в полной мере ощутил на себе «схватку» кризиса и антикризиса. В результате двух противодействующих трендов активность рынка операций репо на KASE значительно снизилась, а цена более «длинных» денег продолжала расти, демонстрируя эскалацию влияния мирового кризиса ликвидности на экономику Казахстана.

В 2007 году на долю рынка операций репо пришлось 65,1% суммарного оборота KASE. Как и прежде, этот рынок являлся, с одной стороны, источником краткосрочной ликвидности для членов биржи, с другой – местом размещения ими временно свободных денег, с третьей – площадкой, через которую НБРК мог эффективно воздействовать на рынок инструментами денежно-кредитной политики.

Следует упомянуть еще несколько событий, имевших влияние на биржевой рынок.

С 1 января были введены в действие поправки в Налоговый кодекс, в соответствии с которыми были изменены налоговые льготы, применяемые к приросту стоимости при реализации НЦБ. Поправки усиленно продвигались KASE через Ассоциацию финансистов Казахстана<sup>12</sup>. Изменение налогового режима прямо повлияло на биржевой фондовый рынок страны, на котором в 2007 году наконец-то стали преобладать «рыночные» сделки, заключенные в ходе открытых торгов. До этого KASE несколько лет боролась с высокой долей прямых (договорных) сделок, пытаясь мотивировать участников на организацию рыночного ценообразования.

С 1 марта биржа отказалась от метода франкфуртских торгов при торговле наиболее популярными листинговыми акциями, так как степень их ликвидности значительно затрудняла проведение договорных сделок, внешне выглядящих как рыночные.

23 декабря 2006 года были введены в действие Правила осуществления деятельности по инвестиционному управлению пенсионными активами<sup>13</sup>, а 15 декабря – Инструкция о нормативных значениях пруденциальных нормативов, методике их расчетов для организаций, осуществляющих инвестиционное управление пенсионными активами<sup>14</sup>. Эти нормативные правовые акты заменяли ранее действующие и де-факто создали новую систему инвестиро-

вания пенсионных активов, на протяжении семи лет служивших главной движущей силой национального фондового рынка и основной причиной казахстанского «облигационного бума».

Если ранее нахождение местных негосударственных ценных бумаг в официальном списке KASE категории «А» означало доступ их эмитентов к пенсионным активам, то в новой системе фактически единственным инвестиционным критерием для управляющих ПА стало наличие у ценных бумаг или их эмитентов рейтинговых оценок. Результатом явилось быстрое снижение интереса казахстанских компаний, особенно ориентированных на привлечение ресурсов накопительных пенсионных фондов, к листингу своих ценных бумаг на KASE.

Примечательно, что АФН не установил какой-либо переходный период для смены парадигмы в инвестиционном поведении управляющих пенсионными активами: уже с 1 января 2007 года фактический объем инвестиций пенсионных активов в ценные бумаги, обладающие соответствующими рейтинговыми оценками (в том числе в акции, эмитенты которых обладают соответствующими рейтинговыми оценками), должен был составить не менее 30% от суммарных пенсионных активов каждого НПФ. А уже к 1 июля 2008 года эту долю требовалось ступенчато довести до 70%.

Искусственная апатия управляющих пенсионными активами к ценным бумагам, прошедшим листинг на KASE, отразилась не только на числе новых листинговых компаний: доля брутто-оборота вторичного рынка акций KASE, приходящаяся на инвестиции за счет пенсионных активов, снизилась с 11,8% в 2006-м до 5,4% в 2007 году (в 2,2 раза). На вторичном рынке корпоративных облигаций значение соответствующего показателя также снизилось в 2,2 раза – с 25,9% до 11,6%.

Время показало, что 2007 год был лишь предвестником кризиса. Сам кризис пожаловал и развернулся в полную силу в 2008 году. И в два последующих года не спешил отступать.

## УДАР ПО ВСЕМ ФРОНТАМ

*KASE вступала в свое пятнадцатилетие, готовясь к испытаниям. «По всей вероятности, 2008 год станет проблемным годом, – сказал в январском интервью того года «Казахстанской правде» председатель Национального Банка РК **Анвар Сайденов**. – Нацбанком были рассмотрены два сценария развития экономики Казахстана: базовый и пессимистичный. Не рассматривался третий – оптимистичный сценарий. Во-первых, вероятность его реализации не очень высока... Нацбанк понимает, что в случае резкого ухудшения ситуации на мировом финансовом рынке потребуются экстренные меры поддержки отечественной банковской системы».*



На начало года, по предварительным оценкам НБРК, суммарный внешний долг банков составил около 46 млрд долларов США. И банки продолжали рефинансироваться на международных рынках капитала. То есть занимали, чтобы перекрыть старые долги. В 2008 году для них более важным было найти ресурсы любой ценой, пусть уже более дорогие, чем снижать сами долги.

В январе Национальный Банк представил «Основные направления денежно-кредитной политики на 2008–2009 годы». Главной целью ДКП стало удержание годовой инфляции в пределах 7,9–9,9% в 2008 году (по факту она составила 9,48%), и 7,5–9,5% в 2009 году при реализации как базового, так и пессимистичного сценариев. В документе особое внимание было уделено комплексу мер по обеспечению стабильности банковской системы.

*Также с момента разворачивания глобального кризиса, зримо возросла роль АФН. «Правительству, Нацбанку, Агентству по финнадзору необходимо сформировать действенные механизмы системного и оперативного реагирования государства на угрозы финансовой нестабильности и укрепить доверие международных рынков к экономике Казахстана, – предупредил Президент Казахстана Н.А. Назарбаев, выступая с Посланием народу 6 февраля 2008 г. – Надо системно укрепить работу Агентства финансового надзора. Главной задачей Агентства совместно с Национальным Банком и Министерством финансов должно стать повышение конкурентоспособности и устойчивости финансовой системы страны, особенно банковского сектора. Жизнь будет вносить коррективы в наши планы. Мы должны быть готовы. Надо усвоить уроки, преподавшие ипотечным кризисом в США, оказавшим серьезное влияние на наши банки. АФН должно более внимательно отслеживать ситуацию в каждом банке и в случае необходимости принимать превентивные и действенные меры. Государственная поддержка не может быть односторонней, и банки должны взять на себя свою часть рисков. Если акционеры банков не желают или неспособны привлекать дополнительные ресурсы для своего развития, то государство должно быть готово предпринять необходимые меры. При этом процесс регулятивного вмешательства должен быть предельно прозрачен и предсказуем для всего банковского сектора»<sup>15</sup>.*

В феврале 2008 года впервые выступая в качестве председателя АФН с трибуны конференции рейтингового агентства Fitch Ratings «Казахстан в условиях мирового кризиса ликвидности: риски и способы противостояния», **Елена Бахмутова**<sup>16</sup> достаточно ясно и жестко обозначила контуры взаимоотношений и новые правила игры на рынке: будет ужесточение и контроль. Особенно служб, отвечающих за систему управления рисками.

*«Наша ориентация на жесткое регулирование будет продолжена, и наш главный приоритет – инспектирование и оценка риск-менеджмента финансовых организаций, – подчеркнула Елена Бахмутова. – В структуре АФН будет создан технический комитет, который будет обрабатывать надзорные*

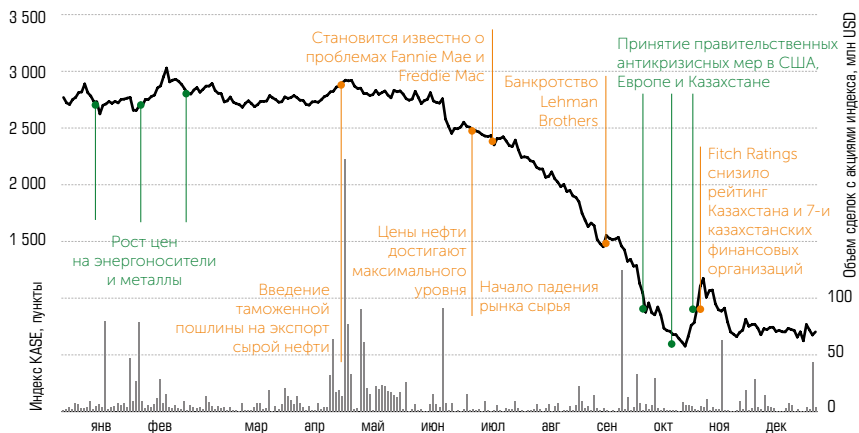
процедуры в целях быстрого реагирования»<sup>17</sup>. К болевым точкам банковского сектора были отнесены: высокий показатель выданных кредитов нерезидентам (15,9%), снижение за год (с 1 января 2007 года) доли стандартных кредитов с 52,6 до 39,8%; рост сомнительных кредитов с 45,8 до 58,7%.

Но проблемы нарастали не только в Казахстане. Без преувеличения в миноре с начала года пребывала почти вся планета. Задолго до февральского Давоса встречу лидеров мировой финансовой элиты назвали «форумом пессимистов».

Согласно выводам компании Gallup International, которая проводила исследования по заказу ВЭФ в 60 странах, в вопросе об экономическом будущем мира 54% западноевропейцев и 43% американцев считали, что следующее поколение будет существовать в худших экономических условиях. Правда, экономического процветания на тот момент ожидал 71% африканцев, по-видимому, полагая, что хуже уже некуда. На постсоветском пространстве тоже был определен оптимизм, объясняемый, скорее всего, тем, что в рыночной экономике они были все еще новичками.

Спустя неделю о Давосском форуме, не давшем общих рецептов от рецессии, почти не вспоминали: события, в основном негативные, сменялись стремительно. В начале сентября в Соединенных Штатах было объявлено о крупнейшей в истории страны национализации: Минфин и ФРС направляли 188 млрд долларов США в федеральные ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac. Акции обоих агентств на фондовом рынке рухнули – их котировки упали на 75–80%. В середине того же месяца американский инвестиционный

### СОБЫТИЯ, ПОВЛИЯВШИЕ НА ДИНАМИКУ ИНДЕКСА KASE В 2009 ГОДУ



банк Lehman Brothers подал в суд заявление о банкротстве. Стартовала общемировая депрессия, а за ней и вторая волна мирового финансового кризиса. От недавнего Давоса актуальным лозунгом 2008 года оставался лишь совет от основателя крупнейшей международной сети Wal-Mart Сэма Уолтона: «Следите за своими расходами больше, чем за своими конкурентами. Плывите против течения, и найдите свой собственный путь».

За год только в США обанкротились 25 банков. Не удивительно, что в конце года президент Джордж Буш заявил, что чувствует ответственность за экономический спад, и извинился. Но это был мизер по сравнению с банкротством 140 американских банков в 2009 году и 157 в 2010 году<sup>18</sup>. И если прежде Казахстан был в тихой бухте, почти локальной, то теперь стране предстояло постичь мощь всего океана и на себе ощутить негатив всех последствий, происходивших в мире.

В апреле 2008 года финрегулятор представил на пресс-конференции концептуальные положения своего рода новой стратегии быстрого реагирования агентства на негативные тенденции финансового рынка, причем с большой компонентой превентивных мер. Проект этого документа обсуждался с участниками рынка и на техническом комитете АФН.

*«Может быть те меры реагирования, которые мы принимаем, не выглядят актуально для текущего момента, но они оговаривают те рамки и тенденции, которые, скорее всего, будут присутствовать в перспективе, – заявила тогда глава АФН Елена Бахмутова. – Система раннего реагирования для того и вводится, чтобы не ждать наступления события, а готовиться к его вероятному наступлению. Выстраиваемая система должна предполагать равновесный подход между развитием и риском. И это – лейтмотив работы, которой мы сегодня занимаемся. Мы говорим о сбалансированности мотивации акционеров, органов управления менеджмента банков и финансовых организаций, а также об ответственности за принимаемые решения. Но и действия АФН также должны иметь понятный, прогнозируемый характер и прозрачность, поэтому все эти меры регуляторного характера были объявлены заранее, прошли соответствующее обсуждение участниками рынка, чтобы банки могли к ним приспособиться».*

Система реагирования, регулирования выстраивалась по всем финансовым институтам, которые попадают под надзор АФН. Первично – постоянный мониторинг показателей не только финансового сектора, но и в целом макроэкономических индикаторов с учетом их взаимного влияния. В зависимости от складывающейся ситуации и меры реагирования. На первом этапе: выработка рекомендаций – диалог (не санкции!) с финансовыми институтами – исполнение предписанного регулятором. Санкции – это уже второй этап. При нарушении нормативов – санкции и меры воздействия.

Важнейшее для экономики страны системное решение было озвучено Главой государства Нурсултаном Назарбаевым 13 октября 2008 года. Выступая на заседании Правительства, Президент поручил выделить 10 миллиардов

долларов США из средств Национального фонда для преодоления проблем, вызванных мировым финансовым кризисом<sup>19</sup>. Были обозначены три ключевых направления: обеспечение макроэкономической стабильности, социального благополучия казахстанцев и модернизации экономики. Правительству был дан карт-бланш на реализацию программы стабилизации экономики и финансовой системы.

Характеризуя тренды 2008 года, аналитики KASE выделили два периода, разграниченных переломным моментом. В первой половине года конъюнктура казахстанского биржевого, да и всего финансового рынка, задавалась оптимизмом, вызванным небывалым ростом мировых товарных рынков. Во второй – негативными экономическими вестями, поступавшими из Европы и США. В первой наблюдался переток капиталов с финансовых рынков в товарные. Это позволило республике поправить ситуацию с платежным балансом страны, а банкам получить дополнительную ликвидность, не прибегая к операциям денежного рынка. Как результат потребность в операциях репо снижалась, объем биржевых торгов и ставки в этом сегменте рынка достигли годовых минимумов в мае, а объем торгов на рынке иностранных валют продолжал увеличиваться.

Казахстанские сырьевые компании в первом полугодии сообщали о сверхприбылях, а казахстанские банки, как казалось, справились с дефицитом ликвидности. Произошла стабилизация на рынке акций. Все это в какой-то степени вернуло на местный рынок оптимизм, но в июле 2008 года ценовой «пузырь» на перегретом мировом товарном рынке лопнул. А вместе с ним лопнуло и все то, что внушало оптимизм нам. Казахстанские флагманы экспорта лишь могли наблюдать, как летели вниз цены на их товары. Например, нефть марки Brent рухнула с 145 в июле до 35 долларов США за баррель в конце декабря.

*«Из событий, которые мне запомнились своим влиянием на казахстанский рынок, конечно же, стал мировой финансовый кризис 2007–2008-х. Это настолько всколыхнуло мировую экономику, что и по сей день инвесторы и другие участники рынка опасаются подобных всплесков», – вспоминает управляющий директор АО «НУХ «Байтерек» **Есжан Биртанов**<sup>20</sup>, который в те годы работал в Нацбанке. «Самыми нетипичными для нас были дни ипотечного кризиса в США. Я тогда работал заместителем директора Департамента монетарных операций, курировал вопросы управления инвестиционными портфелями Национального Банка и Национального фонда на международных рынках. В нашем портфеле были доллары США, евро, фунты, йена и другие валюты. В портфелях акций, находившихся во внутреннем управлении, были акции Lehman Brothers, но предугадывая кризис, мы ликвидировали в 2006 году все позиции по акциям американских и европейских финансовых компаний. Позиции по корпоративным облигациям финансовых компаний были заранее ликвидированы. Также были ликвидированы позиции по ценным бумагам, обеспеченным ипотекой (MBS). Таким образом, нам удалось избежать больших убытков. Этот шаг стал следствием нашей скрупулезной работы на рынке и нетворкинга. Мы взаимодействовали с крупными банками, постоянно собирали инфор-*

*мацию от различных партнеров – американских, японских и других банков. По ипотечным бумагам, например, я помню, что очень были обеспокоены японские инвесторы. По акциям мы не то что угадали риски по конкретному банку, мы просто старались закрыть все позиции по банковским акциям в портфеле, поскольку негативные слухи распространялись быстро, и надо было действовать на опережение. В итоге мы избежали серьезных проблем. Хотя, надо сказать правду, потери, конечно, были. Частью этих портфелей управляли внешние управляющие, мы настаивали и рекомендовали им, чтобы они закрывали позиции на соответствующих рынках».*

Острая нехватка ликвидности в западных странах вкупе с паническими настроениями инвесторов вылились в массовые распродажи активов развивающихся рынков как наиболее рискованных. Курс акций и депозитарных расписок казахстанских компаний за рубежом стал резко падать, а арбитраж привел к эквивалентному падению цен на казахстанском биржевом рынке акций.

Ситуация усугубилась 2 августа, когда АО «Досжан темир жолы» – эмитент первых в Казахстане инфраструктурных облигаций – допустило дефолт по выплате очередного купонного вознаграждения по этим облигациям. В ожидании новых дефолтов, которые легко прогнозировались на фоне быстро растущей межкорпоративной задолженности, инвесторы спешили распродать облигации казахстанских эмитентов и уходили в менее рискованные финансовые инструменты. Под влиянием этого процесса доходность корпоративных облигаций в августе быстро пошла вверх. Конечным пунктом «бегства в качество» стали в основном облигации Министерства финансов Казахстана, а иногда казначейские облигации США.

В зоне риска оказалась и пенсионная система страны. В октябре 2008 года Агентство финансового надзора подтвердило снижение размера чистого инвестиционного дохода НПФ по состоянию на первое число в сравнении с июлем текущего года. Сумма инвестдохода снизилась за этот период с 386 миллиардов до 339 миллиардов тенге, что на миллиард ниже даже показателя начала года. Комментируя ситуацию на пресс-конференции, заместитель председателя АФН Алина Алдамберген отметила, что тренд на снижение был обусловлен такими причинами, как «снижение цен на ценные бумаги казахстанских и иностранных эмитентов, которые торгуются на казахстанской и иностранных фондовых биржах. А также – уменьшением стоимости акций эмитентов, представленных в Индексе KASE, который за сентябрь текущего года снизился на 26%»<sup>21</sup>.

В их числе были ценные бумаги таких эмитентов, как «Газпром», «Сбербанк России», «ЛУКОЙЛ», «JP Morgan» АО «Альянс Банк», торгуемые на казахстанской и иностранных фондовых биржах.

Снижение Индекса KASE в сентябре 2008 года во многом было вызвано падением стоимости входящих в индекс биржи акций KAZAKHMYN PLC на 52%, АО «Разведка Добыча «Казмунайгаз» – на 30%, АО «Народный банк Казахстана» – на 31%, депозитарные расписки, которые обращаются на Лондонской фондовой бирже.

Считая, что большинство из ценных бумаг, находящихся в портфелях НПФ, являются наиболее ликвидными, хотя и недооцененными финансовыми инструментами, Алина Алдамберген отметила, что «в случае продолжения падения доходности НПФ, фондам придется компенсировать потери своих вкладчиков за счет собственных средств в соответствии с законодательством. АФН ужесточает требования к ним. В том числе по достаточности капитала».

Очень важным обстоятельством являлось резкое падение на KASE стоимости акций и облигаций, используемых в качестве предметов операций репо. Рыночная стоимость инвестиционных портфелей, которые были созданы на заемные средства рынка репо, оказалась значительно ниже номинальной стоимости обязательств по ним. Такие портфели оказались убыточными, а их создатели неплатежеспособными. В надежде на коррекцию цен некоторые из них применяли непрерывную пролонгацию истекающих по сроку операций репо, либо прибегали к рефинансированию созданной таким образом «пирамиды» еще более рискованными займами. Закономерным итогом стали резкий рост ставок репо осенью и череда дефолтов на рынке репо в декабре 2008 года, меры по которым пришлось принимать уже в следующем году KASE и АФН.

На фоне вышеописанного самым предсказуемым и стабильным биржевым сектором в 2008 году был рынок ГЦБ. Снижение эмиссионной активности Национального Банка в секторе своих нот компенсировалось заметным ростом привлечений Министерства финансов, которое выпусками МЕКАМ финансировало нарастающий дефицит бюджета. По оценке KASE, объем первичного рынка ГЦБ на бирже за год вырос в 2,9 раза к предыдущему году.

Кроме того, в стране началась реализация Госпрограммы поддержки дольщиков. В строительство по нескольким направлениям пошли реальные деньги. В результате предпринятых мер за 2008 год на 55% возрос объем строительства коммерческого жилья – с 1,8 млн м<sup>2</sup> до 2,8 млн м<sup>2</sup>, из них долевое строительство составило 2,4 млн м<sup>2</sup>. Это оживляло и экономику, и рынок труда.

Но в конце года начали нарастать девальвационные ожидания. Они шли в параллели с Россией, где процесс ускоренного ослабления курса рубля к доллару США начался еще осенью. Все это сказалось на рынке тенговых долговых инструментов и денежном рынке.

Несмотря на разворачивающийся кризис, а в ряде случаев благодаря ему, биржа продолжала модернизироваться.

Будучи убежденной в неэффективности разделения рынка в связи с запуском РФЦА на основную и специальную (ее еще называли альтернативной) торговые площадки, KASE продолжила начатую в 2007 году с АРД РФЦА работу в этом направлении. Первым значимым результатом стало предоставление в начале 2008 года возможности членам KASE работать на альтернативной площадке биржи без регистрации специальной организации. Последующие усилия KASE по воссоединению рынка были направлены в основном на обеспечение идентичности листинговых требований, предъявляемых к ценным бумагам и их эмитентам на ОТП KASE и СТП РФЦА, что в конечном счете позволило бы объединить площадки. Результатом этой работы стало введение в действие двух нормативных актов, которые не только установили новые листинговые

требования регуляторов для СТП РФЦА и ОТП KASE, но и определили новую, более сложную структуру официальных списков обеих площадок.

После введения в действие новых правил официальный список KASE стал состоять из семи секторов. В июне Экспертный совет СТП РФЦА и Биржевой совет KASE утвердили реклассификацию ценных бумаг, находящихся в официальных списках площадок. Новые листинговые требования, по сравнению с действовавшими ранее, являлись более высокими применительно к бумагам самого высокого инвестиционного качества и их эмитентам. Одновременно был понижен «порог входа» в официальный список акций, благодаря чему в этой категории теперь могли торговаться долевые инструменты начинающих и относительно небольших компаний, что раньше не предусматривалось. К принципиальным новшествам также относилось использование кредитных рейтингов известных рейтинговых агентств в качестве одного из критериев отбора долговых ценных бумаг в наивысшую категорию официального списка.

Существенное изменение листинговых требований повлекло за собой несоответствие ряда ценных бумаг, находившихся в официальном списке KASE, и их эмитентов листинговым требованиям, установленным постановлением АФН. При этом, в соответствии с постановлением АФН, облигации 25 наименований 24 эмитентов, не соответствовавшие листинговым требованиям ни одной из категорий (подкатегорий), были переведены во вторую подкатегорию категории «Долговые ценные бумаги без рейтинговой оценки», а акции 39 наименований 33 эмитентов, по которым отсутствовал маркет-мейкер, оказались вне официального списка KASE.

В целях сохранения этих ценных бумаг в официальном списке KASE, АФН и АРД РФЦА совместно разработали постановление Правления АФН, в соответствии с которым были отменены требования к наличию маркет-мейкера для третьей категории сектора «Акции» и к размеру чистой прибыли для второй подкатегории категории «Долговые ценные бумаги без рейтинговой оценки». В связи с этим акции 36 наименований 30 эмитентов, в результате реклассификации оказавшиеся вне списков KASE, в сентябре 2008 года были переведены в третью категорию официального списка биржи.

Кризис негативно повлиял на количество ценных бумаг, прошедших листинг на KASE. Если в 2007 году эту процедуру на ОТП KASE прошли ценные бумаги 75 наименований, то в 2008 году – только 56. Соответствующие показатели для СТП РФЦА составили 66 и 32, однако подавляющее количество листингов здесь осуществлялось по отношению к ценным бумагам, уже находящимся в официальном списке ОТП KASE. Были и делистинги...

Работа по поддержке эмитентов и инвесторов, а также в целом по снижению рисков велась на KASE системно. В частности, еще в начале 2008 года были введены в действие поправки во внутренний документ биржи, которыми устанавливался преодолимый лимит отклонения цены бумаги в размере 30% от цены последней сделки по ценным бумагам некоторых категорий. Биржа также активизировала работу по увеличению ответственности участников биржевых торгов за неисполнение обязательств по сделкам купли-продажи ценных бумаг и операциям репо. Предложенные поправки принципиально ужесточали тре-

бования биржи к своим членам, не исполняющим обязательства по заключенным сделкам, и вызвали дискуссии и разногласия. Поэтому в несколько скорректированном виде биржа смогла применять их только в октябре (Положение о членстве<sup>22</sup>) и декабре (Правила осуществления операций репо<sup>23</sup>) 2008 года.

Очень важные поправки были внесены в Методику оценки ценных бумаг<sup>24</sup>. Именно этим документом была введена ступенчатая система дисконтирования цен предметов операции репо, обобщающая горький опыт начавшихся дефолтов. Изменения были введены в действие с 25 декабря, а 30 декабря 2008 года Правление KASE приняло поправки в Спецификацию рынка автоматического репо<sup>25</sup>, которые с 1 января 2009 года сократили максимальный срок операций автоматического репо с 90 до 30 дней. Несмотря на предпринятые меры, ситуация на рынке операций репо к концу года оставалась неблагоприятной. Это потребовало от KASE и АФН пойти в 2009 году на дальнейшее ужесточение правил с целью «зачистки» этого сектора от финансовых пирамид и кардинального ограничения рисков неисполнения обязательств участниками биржевых торгов.

Еще одно важное для самой биржи событие произошло в 2008 году. KASE готовилась к IPO собственных акций и впервые в своей истории подготовила аудированную консолидированную годовую финансовую отчетность за 2007, 2006 и 2005 годы. 25 августа АФН зарегистрировало выпуск объявленных простых акций биржи. Объем эмиссии составил 5 млн штук и включал в себя 450 ранее объявленных и полностью размещенных простых акций KASE с учетом их дробления в пропорции 1:1 000.

В результате 4 550 000 неразмещенных простых акций KASE стали потенциально доступны для розничного инвестора. Однако завершение процедур, необходимых для проведения IPO KASE, совпало с резким ухудшением конъюнктуры рынка. Поэтому 25 декабря 2008 года Биржевой совет принял решение отказаться от публичного размещения в 2008 году и позже уже никогда не возвращался к этому вопросу.

В начале 2008 года был утвержден Кодекс корпоративного управления KASE<sup>26</sup>, а затем решением Биржевого совета был сформирован Комитет по стратегическому планированию. Под занавес года KASE официально запустила в эксплуатацию новую версию своего веб-сайта. Кроме того, в целях расширения перечня доступных членам KASE финансовых инструментов 26 ноября, по инициативе АРД РФЦА, KASE провела первые торги поставочными фьючерсами на аффинированное золото в слитках. Однако проект оказался очень сложным и не имел успеха у членов биржи по целому ряду причин.

Другой проект биржи получил полноценное развитие и остается весьма популярным инструментом даже спустя десять лет. 29 декабря 2008 года участники биржевого рынка иностранных валют получили возможность проводить на KASE операции валютного свопа, привлекая или размещая краткосрочную ликвидность без уплаты специальных налогов и биржевых комиссионных сборов. В условиях кризиса доверия к контрагентам на внебиржевом рынке денег и высоких девальвационных ожиданий, при которых банки не были заинтересованы в сокращении своей валютной позиции, нововведение оказалось своевременным.



KASE постепенно вливалась в международное биржевое сообщество. В 2008 году было подписано первое в истории биржи лицензионное соглашение на использование индекса акций KASE с одним из крупных международных финансовых институтов. Кроме того, статус KASE в WFE (World Federation of Exchanges, Всемирная федерация бирж)<sup>27</sup> был повышен с члена-корреспондента до аффилированного члена.

К концу 2008 года на KASE хорошо понимали, что следующий год может оказаться сложнее. И главным было ожидание снижения количества новых листинговых компаний в связи с ростом недоверия инвесторов и ухудшением показателей финансово-хозяйственной деятельности большинства эмитентов ценных бумаг. Так что год 2009 ожидали с тревогой.

## ЧЕРЕЗ ДЕВАЛЬВАЦИЮ И ДЕФОЛТЫ К ВОССТАНОВЛЕНИЮ И РОСТУ

2009 год оказался переломным для мировой и казахстанской экономик. После двухлетнего периода экономической рецессии и стагфляции основные глобальные и казахстанские экономические индикаторы в 2009 году достигли своих минимальных экстремумов, ознаменовав тем самым начало восстановительного цикла. Трудные зима и весна 2009 года в Казахстане и мире предопределили более благоприятное развитие событий в оставшихся трех кварталах года.

В начале года крупнейшие мировые экономики демонстрировали снижение показателей производства и внешней торговли. ВВП США по итогам четвертого квартала 2008 года снизился на 6,2%, что оказалось значительно ниже прогнозов аналитиков. Финансовая отчетность корпоративного сектора и национализация крупнейших банков только подтверждали отрицательную макроэкономическую статистику.

Под воздействием негативных новостей аналитики снижали прогнозы по показателям потребления и производства, в то время как инвесторы распродавали долевые и долговые инструменты, контракты на углеводороды и основные металлы. Индекс S&P 500 достиг 12-летнего минимума на отметке 684 пункта, стоимость нефти марки Brent опустилась ниже 40 долларов США за баррель, а цена трехмесячного фьючерсного контракта на медь упала до 3 000 долларов США за тонну.

Сокращение объема экспортной валютной выручки привело к ухудшению показателей казахстанской внешнеторговой статистики. Дефицит текущего счета платежного баланса Казахстана во втором квартале 2009 года достиг 2,4 млрд долларов США, сальдо торгового баланса снизилось до 2,1 млрд долларов США. Начавшийся в конце 2008 года нетто-отток иностранной валюты из Казахстана ослабил позиции тенге, в результате чего 4 февраля Национальный Банк был вынужден провести одномоментную девальвацию на 25%<sup>28</sup>.

О девальвации тенге официально объявил вернувшийся на пост главы Национального Банка Григорий Марченко. Было заявлено, что НБРК уходит от поддержания тенге в прежнем неявном коридоре и считает объективно необходимым новый уровень обменного курса национальной валюты. Был установлен коридор обменного курса тенге на уровне 150 тенге за доллар США с колебанием  $\pm 3\%$ , или 5 тенге.

Позиция Нацбанка была обоснована тем, что в условиях роста давления на обменный курс национальной валюты в последние годы НБРК прилагал значительные усилия по обеспечению его стабильности и сохранению неявного коридора в пределах 117–123 тенге за доллар США (120 тенге  $\pm 2\%$ ). Это позволило обеспечить экономическую и финансовую стабильность. Однако, «необходимость сохранения текущего уровня ЗВР и поддержания конкурентоспособности отечественных производителей требует пересмотра подходов к валютной политике со стороны Национального Банка». Согласно официальным данным, начиная с четвертого квартала 2008 года и по 4 февраля НБРК потратил 6 млрд долларов США (в том числе 2,7 млрд только в январе 2009 года) на обеспечение стабильности на валютном рынке и поддержание обменного курса в действовавшем диапазоне.<sup>29</sup>

Национальный Банк также заявил, что будет жестко пресекать попытки спекулятивного поведения на валютном рынке. А для сокращения спекулятивных настроений оставляет за собой право выходить за нижнюю границу коридора, чтобы укрепление курса тенге приводило к потерям спекулянтов. В НБРК дали четко понять, что не допустят колебаний курса, превышающих рациональные ожидания, хотя введения ограничений существующего режима валютных операций пока не предусматривается.

У девальвации было несколько причин. Первая – снижение цен на нефть, которая занимает около 60% всего экспорта Казахстана. Вторая – девальвация национальных валют в странах – торговых партнерах Казахстана. Этот фактор обусловил укрепление реального эффективного обменного курса тенге по отношению к валютам стран – торговых партнеров за 11 месяцев 2008 года на 13%, а с учетом января 2009 года – 16%. И на 30% – с 2000 года.

Еще одна из веских причин девальвации национальной валюты – защита отечественных товаропроизводителей, которым было непросто. В условиях ухудшающегося положения компаний корпоративного сектора и невозможности привлечения зарубежного финансирования банки второго уровня практически прекратили кредитование экономики в 2009 году. Последовавший рост межкорпоративной задолженности привел к неплатежеспособности крупных заемщиков, еще больше увеличил долю неработающих кредитов и спровоцировал возникновение дефолтов на казахстанском облигационном рынке.

Пик неплатежей здесь пришелся на весну–лето. К концу 2009 года 22 листинговые компании KASE объявили о неисполнении своих обязательств по облигациям, а всего по итогам года дефолт был допущен по облигациям 58 наименований. Это составляло 14% от общего количества листинговых ин-

струментов на конец года. Доля таких инструментов в общей капитализации рынка корпоративных облигаций достигла почти 25%. При этом лишь 13,7% просроченной задолженности было погашено к концу 2009 года.

В сложившейся ситуации АФН и АРД РФЦА совместно с биржей разработали поправки в нормативные правовые акты. С их вводом в действие официальный список ценных бумаг KASE был дополнен новой категорией для долговых инструментов – «буферной». Были четко прописаны все случаи, при которых бумаги эмитента переводили в эту категорию. При этом в 2009 году перевод ценных бумаг в нее осуществлялся только в случае вынесения Листинговой комиссией KASE<sup>30</sup> такого решения. В противном случае ценные бумаги подлежали на KASE делистингу.

Новация была направлена, прежде всего, на защиту интересов инвесторов, поскольку нахождение ценных бумаг в «буферной» категории не освобождало их эмитентов от соблюдения листинговых требований. Информация о таких ценных бумагах и их эмитенте оставалась публичной, а сами бумаги доступными на организованном рынке.

Так вспоминала тот непростой год управляющий директор, директор Департамента листинга KASE **Галина Цалюк**:

*«Когда в период последнего кризиса по ряду листингуемых на бирже бумаг пошли дефолты, возник вопрос – что с этим делать? Казалось бы, проще простого – взять их и делистинговать. Но ведь у них остаются инвесторы – те же пенсионные фонды, брокерские компании и их клиенты. И если мы делистингуем ценные бумаги эмитента, то, по большому счету, накажем не этого эмитента, а его инвесторов.*

*Возникла идея создать для таких ценных бумаг что-то вроде карантина. И поскольку кризис касался не только нас, мы посмотрели, что делала в аналогичной ситуации Лондонская биржа. Там также стали создавать временные зоны в своих списках, куда помещали на определенный срок сомнительные бумаги и наблюдали за ними. Мы решили, что самый правильный вариант – оставить инвесторам возможность отслеживать, что происходит с компанией, как она справляется с проблемами, какие у нее планы, как работает ее менеджмент.*

*Создали такую категорию и назвали ее «буферной» – временное нахождение между основным списком и исключением. Мы давали эмитентам таких ценных бумаг на решение проблемы 12 месяцев. В любом случае, им нужно было договориться с кредиторами о реструктуризации обязательств. Это помогло. Некоторые компании смогли вывести свои бумаги из «буферной» категории, и сегодня они продолжают торговаться на KASE. Есть одна компания, которая дважды «проваливалась в буфер», но вернулась и сейчас работает. Наша буферная категория все-таки достаточное количество компаний спасла. Такая категория сохраняется до сих пор и на основной площадке, и на альтернативной – мало ли что может произойти, пусть не так часто, но дефолты все-таки случаются и сегодня».*

Всего в 2009 году Листинговой комиссией KASE были рассмотрены планы мероприятий по устранению оснований для перевода ценных бумаг в «буферную» категорию 20 листинговых компаний, при этом бумаги пяти эмитентов были подвергнуты делистингу, а 15 компаний переведены в «буферную» категорию.

Помимо введения «буферной» категории новая редакция листинговых правил предусмотрела требования биржи к уровню рейтинговой оценки и рейтинговым агентствам. Об этом представители АФН, АО «Региональный финансовый центр города Алматы» и KASE сообщили в октябре 2009 года на пресс-конференции в Алматы. Норма должна была вступить в силу с 1 января 2010 года. Но требование по наличию рейтинга касалось только тех компаний, которые собирались выходить в листинг. В него предполагалось принимать компании с рейтингом как минимум недефолтного уровня.

По словам *Айгуль Тасболат*, занимавшей тогда должность заместителя председателя правления АО «Региональный финансовый центр города Алматы», рейтинг был необходим в первую очередь как индикатор, благодаря чему инвесторы «будут ориентироваться и делать свой выбор».

Если вернуться к проблемам начала 2009 года, то в банковском секторе они нарастали. В конце 2008 года АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына» подписало меморандумы о взаимопонимании с четырьмя системообразующими банками второго уровня, где были оговорены основные

## ИНДИКАТОР МЕЖБАНКОВСКОГО РЫНКА ДЕПОЗИТОВ KAZPRIME (КАЗПРАЙМ)

Индикатор KazPrime (КазПрайм) представляет собой показатель стоимости денег при размещении их на депозитах межбанковского рынка среди банков наилучшего для Казахстана кредитного качества и был введен в действие с 27 марта 2007 года.

Проект расчета индикатора был инициирован АО «ДАБ «ABN AMRO Банк Казахстан» и реализован казахстанскими банками совместно с KASE при поддержке Ассоциации финансистов Казахстана, Национального запроса какого-либо другого Европейского банка реконструкции и развития.

Индикатор KazPrime рассчитывается ежедневно как среднее арифметическое ставок размещения денег в соответствии с котировками, которые подаются в торговую систему KASE банками – участниками Соглашения о формировании данного индикатора. Каждая из этих котировок включает в себя ставки и объемы привлечения и размещения денег на межбанковские депозиты, унифицированный срок которых составляет три месяца (KazPrime-3М).

Соглашение предусматривает, что в течение 30 минут после фиксирования индикатора KazPrime участники Соглашения обязаны заключать сделки по выставленным ими котировкам при наличии соответствующего запроса какого-либо другого участника. Именно это обстоятельство обязательного удовлетворения выставленной котировки делает данный индикатор репрезентативным.

принципы их докапитализации. В январе 2009 года на счетах АО «Казкоммерцбанк» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана» были размещены депозиты по 120 млрд тенге. 2 февраля АФН рекомендовало фонду произвести докапитализацию АО «БТА Банк» путем выкупа дополнительно размещенных 29,9 млн простых акций на сумму 251,3 млрд тенге (78,14% от размещенных акций). В тот же день «Самрук-Қазына» объявил о выкупе у АО «Финансовая Корпорация Сеймар Альянс» 76% акций АО «Альянс Банк» и размещении на счете банка дополнительных 24 млрд тенге в качестве депозита для поддержания его финансовой устойчивости и дальнейшей докапитализации.

Проблемы казахстанской экономики проецировались на казахстанский денежный рынок. В конце 2008 – начале 2009 года спекуляции на тему обесценения национальной валюты, а также недоступность зарубежного фондирования обострили дефицит краткосрочной тенговой ликвидности. Ставки денежного рынка в первом квартале 2009 года достигли исторически максимальных значений: индикатор TONIA в феврале превысил 19% годовых, трехмесячный KazPrime – 15% годовых.

На фоне поступающей негативной информации и острой нехватки ликвидности инвесторы закрывали длинные позиции по высокорисковым на тот момент казахстанским акциям и облигациям. К февралю 2009 года Индекс KASE достиг минимального с 2006 года значения – 576,89 пунктов. Наиболее негативная динамика наблюдалась по простым акциям АО «Казактелеком» (–56,6% с начала года) и простым акциям АО «Казкоммерцбанк» (–45,9%). Несколько лучше рынка вели себя простые акции добывающих компаний KAZAKHMYS PLC (–5,1%) и АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (–7,6%).

Обвал цен на фондовом рынке привел к тому, что стоимость созданных при помощи операций репо портфелей оказалась значительно ниже стоимости обязательств по ним. Первые устойчивые сигналы тревоги прозвучали здесь осенью 2008 года, когда под давлением резкого падения цен на рынке акций существенно выросла доля пролонгированных операций репо, а 18 декабря 2008 года был зарегистрирован первый случай неисполнения сделки закрытия операции репо.

Реагируя на ситуацию, с 1 января 2009 года KASE сократила до 30 дней максимально разрешенный на биржевом рынке срок операций автоматического репо. 8 января Биржевым советом были утверждены и с 25 января введены в действие поправки в Правила осуществления операций репо, которые установили максимальный срок операций репо, осуществляемых «прямым» способом, на уровне 90 дней с учетом всех возможных пролонгаций (ранее срок такого репо не ограничивался). Также ввели запрет на продление сроков операций репо, осуществляемых «автоматическим» способом.

Нововведения привели к тому, что обладатели некачественных портфелей репо были лишены возможности пролонгировать свои проблемные обязательства и фактически оказались в дефолте. В результате казахстанский рынок операций «прямого» репо поразила череда неплатежей, пик которых пришелся на февраль–март 2009 года, когда доля просроченных обязательств превысила 25% от всего объема открытых на тот момент операций в данном секто-

ре казахстанского денежного рынка, а доля обязательств, сроки которых были пролонгированы – 13%.

Описанные меры были очень болезненными, но, по всей видимости, необходимыми.

Однако биржа пошла дальше. 1 апреля 2009 года были введены в действие поправки в Спецификацию рынка автоматического репо, призванные снизить риски, источником которых являлось качество непосредственно самих предметов операций репо. Необходимость данных изменений была обусловлена фактами дефолтов эмитентов корпоративных облигаций, а также снижением уровня прозрачности и качества раскрываемой эмитентами информации. С этой даты были запрещены к использованию в качестве предметов операций репо ценные бумаги, эмитент которых допустил дефолт при обслуживании своего долга или не выплатил дивиденды по привилегированным акциям, а также ценные бумаги, инициатор допуска которых существенно нарушил предъявляемые к нему требования по раскрытию информации.

Значимым событием 2009 года стало утверждение Биржевым советом 28 мая Соглашения об общих условиях осуществления операций репо «прямым» способом – приложения к Правилам осуществления операций репо. Соглашение было задумано в качестве правовой основы для введения в 2010 году системы mark-to-market – непрерывной переоценки обязательств по операциям «прямого» репо, исходя из рыночной стоимости предмета репо, а также расчета и перечисления компенсационных платежей участниками таких операций в случае критического изменения цен предмета операций репо.

Система mark-to-market является стандартным атрибутом развитого рынка репо, и ее введением биржа надеялась своевременно выявлять и эффективно нивелировать почти все виды рисков, возникающих на рынке операций «прямого» репо. Однако время показало, что в казахстанских реалиях система себя не оправдала, и участники рынка оказались неспособны самостоятельно управлять своими рисками в данном сегменте. Но это стало ясно только в 2015–2016 годах, а в 2009 году реализация KASE и АФН вышеописанных мер по регулированию биржевого рынка денег доказала их эффективность: с середины июля новых случаев неисполнения обязательств по операциям репо на биржевом рынке в этот год зарегистрировано не было.

Были предприняты и другие антикризисные меры. В частности, с 5 февраля ставка рефинансирования была снижена Национальным Банком до 9,5%. С 3 марта минимальные резервные требования к банкам второго уровня снизились с 2 до 1,5% по внутренним обязательствам и с 3 до 2,5% – по иным обязательствам. Как было заявлено, это «обеспечит дополнительную ликвидность банковской системе в размере 50 млрд тенге. Кроме того, обменные пункты будут обеспечены достаточным объемом наличной иностранной валюты как со стороны банков, так и со стороны Национального Банка, который дополнительно ввез 600 миллионов долларов США».<sup>31</sup>

В середине марта 2009 года был запущен механизм предоставления Национальным Банком дополнительной краткосрочной ликвидности наиболее нуждавшимся АО «Альянс Банк» и АО «БТА Банк». Оба банка произвели

листинг своих долговых обязательств с последующим свопом на облигации АО «ФНБ «Самрук-Қазына», которые использовались ими в качестве предмета операций репо с НБРК. При реализации данного механизма в полной мере была использована биржевая инфраструктура.

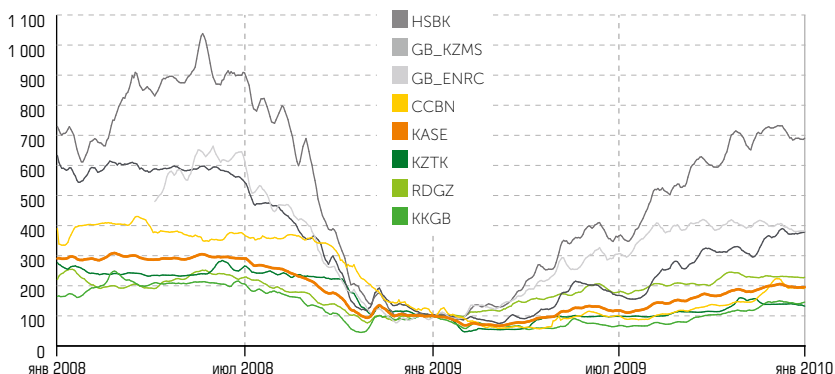
Первые позитивные данные о состоянии глобальной экономики стали поступать с лета 2009 года из США и Еврозоны. По итогам второго, третьего и четвертого кварталов показатели роста ВВП и инфляции ведущих экономических держав стали демонстрировать улучшение, а показатель безработицы в США и Еврозоне достиг своего пика в четвертом квартале.

По мере нарастания позитивных новостей с мировых рынков и роста различных индикаторов – например, настроений Bloomberg Professional Confidence Index, который в августе впервые превысил 50 пунктов, обозначив рыночные ожидания скорого роста экономики, – позитив стал прослеживаться и на казахстанском рынке. В большей степени он был обусловлен мерами господдержки. Только в рамках правительственных мер стимулирования в экономику поступило более 10 млрд долларов США, часть которых в том или ином виде осталась на корреспондентских счетах банков второго уровня.

На фоне снижения темпов кредитования поступление государственных денег в экономику привело к насыщению денежного рынка ликвидностью во второй половине 2009 года, стабилизации индикатора TONIA в рамках 0,5–1,0% годовых и снижению объемов привлечения на рынке операций репо. Начиная с апреля 2009 года индикатор KazPrime постоянно снижался и достиг к концу года 3% годовых.

Дефицит государственного бюджета в размере 3,1% ВВП привел к росту показателя государственного долга с 6,3 до 10,1% ВВП. Министерство финансов активно наращивало эмиссию МЕКАМ, в результате чего объем торгов на рынке ГЦБ вырос в 2009 году на 50% и составил 1 408,1 млрд тенге.

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА KASE И ЦЕН АКЦИЙ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСКОГО СПИСКА В 2008 И 2009 ГОДАХ, % (01.01.09=100)



Казахстанский рынок долевого инструмента позитивно отреагировал на поступающие внутренние и внешние новости. К концу года Индекс KASE прибавил 98,2% (206,5% по отношению к годовому минимуму), капитализация рынка акций выросла на 84,3%. В плюсе оказались все акции представительского списка Индекса KASE.

На фоне всего описанного KASE занималась и менее глобальными задачами.

Например, важно было решить вопрос объединения торговых площадок на основе новых листинговых требований. И ранее звучали мнения о том, что две торговые площадки для столь маленького фондового рынка, как казахстанский, – это «перебор». Кризис это доказал на практике: в 2007 году объем торгов на СТП РФЦА не превысил 3,9% от всего объема биржевых торгов на рынке акций и корпоративных облигаций, а в 2008 году он составил 15,2%.

Примечательным фактом стало проведение на СТП РФЦА расчетов по торгам ценными бумагами по схеме Т+3. Однако при этом вопросы урегулирования расчетных рисков, неизбежно возникающих при поставке в ЦД денег и бумаг на третий день после заключения сделки, никак не были решены. Маржевого обеспечения, необходимого для компенсации волатильности цены купленной бумаги, участниками торгов не вносилось, клиринговые процедуры и клиринговые фонды отсутствовали, равно как и возможность неттинга. Схема расчетов Т+3 на СТП РФЦА никаких преимуществ участникам торгов не давала, а неудобств и даже рисков создавала множество.

Наличие двух площадок с различными правовым и налоговым режимами, на которых торгуются практически одни и те же бумаги порождало множество спорных ситуаций и неясностей в вопросах листинга и инвестирования на казахстанском фондовом рынке. В конце концов это привело к тому, что с 9 ноября 2009 года после проведенной нормотворческой работы обе торговые площадки KASE и РФЦА прекратили свое существование, и появилась объединенная торговая площадка, регулируемая унифицированными нормативными документами. С «двоевластием», вносившим сумятицу на рынок, и без того переживавший сложнейшее время, было покончено.

Также продолжилось совершенствование расчетных процедур, шла работа по повышению уровня корпоративного управления. Происходил переход к планированию основных бизнес-процессов. Правлением KASE был разработан и принят План основных работ на 2009 год. То есть впервые в истории биржи ее деятельность осуществлялась в соответствии с планом, который был утвержден органом управления. В этом же году была организована Служба внутреннего аудита, а затем – Комитет по внутреннему аудиту. С целью повышения транспарентности корпоративной структуры Биржевой совет принял решение о выкупе долей в своих «дочках» – ТОО «eTrade.kz»<sup>32</sup> и ТОО «Информационное агентство финансовых рынков «ИРБИС»<sup>33</sup>. Обе сделки были закрыты в том же году.

Все внутренние организационные перемены и перестройки, корректировка регламентов, совершенствование листинговых правил происходили в режиме работающего рынка и влияли на его результативность. Какие-то но-



вации – незамедлительно, какие-то – с определенным временным лагом. Но сам этот процесс свидетельствовал, что KASE не была пассивна, она была в центре финансового рынка и вместе с участниками и регуляторами решала его проблемы. Понятно, что эта деятельность была не сопоставима по эффекту воздействия на рынок с глобальностью происходящих в мире процессов. Но в сочетании с той масштабной антикризисной программой, которая реализовывалась в стране на государственном уровне, можно было рассчитывать на успех.

*«2009 год принес экономике Казахстана и особенно финансовому рынку страны не только новые испытания на прочность, но и опыт принятия и реализации антикризисных решений, – написал в предисловии к годовому отчету Президент KASE **Кадыржан Дамитов**, который возглавил биржу 30 апреля 2009 года. – Мероприятия, которые были проведены для сохранения и дальнейшего развития финансовой системы, в том числе со стороны KASE, во многом были ориентированы в 2009 году не на достижение максимальных коммерческих результатов, а на стабилизацию и повышение надежности отечественного финансового рынка... Безусловно, негативные макроэкономические факторы еще будут оказывать влияние на наш рынок в течение ряда лет. При этом есть основания полагать, что «дно» кризиса уже пройдено. Поддержка государства, наших акционеров, профессионализм специалистов KASE и всего казахстанского финансового сообщества дали возможность бирже в столь сложный год продолжить реализацию масштабных проектов и позволяют с уверенностью говорить об устойчивом развитии KASE в будущем».*

\* \* \*

Таким образом, 2009 год еще нельзя было назвать годом позитивных перемен. Однако впервые с осени 2007 года стали видны не только признаки стабилизации в экономике и на рынках, но и появились робкие надежды на последующий рост.

Первое десятилетие нового тысячелетия, «переболев» всеми мыслимыми экономическими хворями, вышло в итоге закаленным. В следующем – 2010 году – Казахстану предстояло использовать этот опыт на всех фронтах, в роли которых выступали рынки, в том числе – биржевой.





## ГЛАВА 5.

## ИЗВЛЕКАЯ УРОКИ

В новое десятилетие экономика Казахстана вступала с надеждами. Все еще продолжал работать государственный антикризисный пакет мер, благодаря своевременности и эффективности которых удалось не допустить рецессии. Реальный прирост валового внутреннего продукта по итогам 2009 году составил 1,1%, а уровень инфляции в 6,2% оказался ниже прогнозируемого коридора 8–8,5%. На первой же пресс-конференции 2010 года глава НБРК Григорий Марченко подтвердил, что до 5 февраля Национальный Банк намерен поддерживать действующий валютный коридор<sup>1</sup>. После чего, до 20 марта 2011 года он будет расширен до +15 тенге (или 10%) и –22,5 тенге (или 15%). То есть стоимость доллара будет колебаться в интервале 127,5–165 тенге.

Оценок и комментариев по экономической ситуации в стране было достаточно много, но результирующей и достаточно точной характеристикой стартовых позиций 2010 года была оценка Президента **Н.А. Назарбаева** в Послании народу Казахстана<sup>2</sup>:

*«Мировой финансово-экономический кризис повлиял на темпы роста экономики, но не остановил наше развитие. Мы оказались в «группе прорыва» стран с положительными темпами роста. Валовые международные резервы и активы Национального фонда уже сегодня превысили 50 миллиардов долларов, и возросли за последние десять лет более чем в 25 раз. Важно отметить, что в прошлом году мы потратили часть средств, а сегодня объем фонда больше чем в декабре прошлого года».*

Большинство зарубежных экспертов выдавали Казахстану комплименты за результативную стратегию выхода из кризиса. Причем, если в начале года отмечался лишь наметившийся тренд на улучшение оценок, то к лету это уже звучало утвердительно. Fitch Ratings повысил прогноз по долгосрочному суверенному рейтингу страны со «стабильного» до «позитивного». Авторитетная инвесткомпания «Тройка Диалог» подчеркивала, что Казахстан перенес кризис лучше, чем Россия. И это несмотря на более позднюю девальвацию и более рискованную кредитную политику местных банков и участников рынка недвижимости. «Экономика Казахстана находится в безопасной зоне. Несмотря на риски, рынок Казахстана интересен инвесторам. В республике есть недооцененные компании, вложения в которые могут быть выгодны инвесторам»<sup>3</sup>.

## ФУНДАМЕНТ ДЛЯ НОВОГО РЫВКА

### Успех реструктуризации

Свидетельством окончания острой фазы финансового кризиса в Казахстане стало завершение в 2010 году процесса реструктуризации задолженности трех крупных казахстанских банков, объявивших годом ранее дефолт по своим обязательствам. По разным оценкам, размер списанной задолженности АО «Альянс Банк», АО «БТА Банк» и АО «Темірбанк» составил от 11 до 12 млрд долларов США, а оставшаяся часть была конвертирована в акции и новые облигации этих банков.

Комментируя итоги реструктуризации Председатель Агентства РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций **Елена Бахмутова** отмечала:

*«Было много критики, что реструктуризация трех банков отбросит нашу страну на несколько лет назад и что нашим банкам не будут выдаваться деньги. Но это не соответствует действительности. Реструктуризация получила широкое распространение не только в Казахстане, но и во всем мире. Это реальность и адекватное реагирование со стороны государства на проблемы, с которыми сталкивается финансовая система. Прощение части долга, которое прошло по отношению к нашим банкам, иностранным инвесторским сообществом воспринято адекватно. На самом деле инвесторы расценивают риск конкретного финансового института. Все опасения были излишне консервативны, если не сказать – не обоснованы».*

Успех реструктуризации способствовал созданию условий для оздоровления ситуации в банковском секторе, а также формированию предпосылок его развития в посткризисном периоде. Совокупный расчетный собственный капитал банковского сектора вернулся к положительным значениям, составив на 1 января 2011 года 1 832,7 млрд тенге и увеличившись с начала 2010 года на 919,1 млрд тенге. При этом доля внешних обязательств банков в их совокупных обязательствах сократилась с 33,6% до 23,9%. Самое главное – удалось сохранить доверие населения к финансовой системе в целом.

### Время консервативных стратегий

С учетом последствий мирового финансового кризиса и оценки его влияния на рынок ценных бумаг и накопительную пенсионную систему в течение 2010 года АФН также фокусировалось на обеспечении адекватной за-

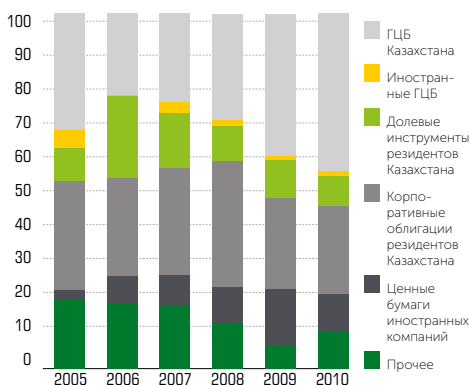
щиты пенсионных накоплений, повышении эффективности инвестиционного управления, усилении требований к финансовой устойчивости и снижению рисков НПФ и профессиональных участников рынка.

Были усовершенствованы требования к системе пруденциального регулирования и управления рисками в НПФ, методике оценки справедливой стоимости неликвидных долговых ценных бумаг, находящихся в инвестиционных портфелях, установлены дополнительные ограничения на совершение сделок за счет пенсионных и собственных активов НПФ и управляющих компаний с аффилированными лицами. Кроме того, регулятор внедрил новую систему лимитов инвестирования в финансовые инструменты с учетом объема пенсионных активов.

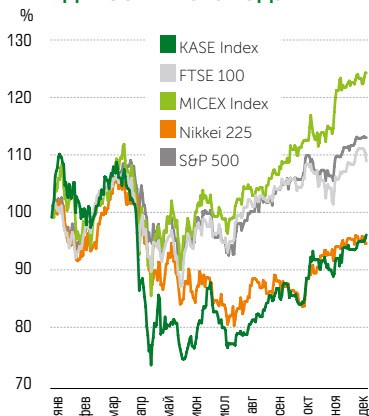
Такое «закручивание гаек» не всегда находило понимание у участников рынка, вместе с тем позволило удержать достаточность капитала НПФ, а также стабилизировать, а затем и вывести на позитивную динамику рост пенсионных накоплений и «чистого» инвестиционного дохода. К концу 2010 года доля ценных бумаг, эмитенты которых допустили дефолт по выпускам ценных бумаг, снизилась до 1,54% от общего объема пенсионных активов против 3,8% годом ранее.

Совместная работа АФН и KASE, в частности, создание «буферной» категории, позволила существенно стабилизировать ситуацию на казахстанском рынке корпоративного долга. Объем неурегулированной задолженности во второй половине 2010 года снизился, по оценке KASE, на 54% – до 94 млрд тенге, а по его итогам в официальном списке биржи остались ценные бумаги лишь девяти эмитентов, допустивших дефолт. Один из них полностью погасил свою задолженность, а три провели реструктуризацию облигационных

### СТРУКТУРА АГРЕГИРОВАННОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ КАЗАХСТАНСКИХ НПФ В 2005–2010 ГОДАХ



### ДИНАМИКА ИНДЕКСА KASE И ОСНОВНЫХ ЗАРУБЕЖНЫХ ИНДЕКСОВ В 2010 ГОДУ



## МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: АКТ ВТОРОЙ

На рубеже первого десятилетия нового века муниципальные власти вновь обрели право выпускать облигации. Соответствующие поправки были внесены в Бюджетный кодекс Республики Казахстан<sup>20</sup>. С 2007 года было разрешено выпускать облигации только исполнительным органам города республиканского значения (Алматы) и столицы (Астана), и то с небольшой оговоркой – «объем и целевое назначение выпуска государственных ценных бумаг местным исполнительным органом города республиканского значения, столицы в обязательном порядке согласовываются с Правительством Республики Казахстан. При этом совокупный объем государственного заимствования местных исполнительных органов не должен превышать установленный лимит долга соответствующего местного исполнительного органа».

К 2007 году из ранее выпущенных бумаг в обращении оставались только два выпуска муниципальных облигаций – г. Астана и Атырауской области с погашением 24 июня 2007 года и 13 мая 2008 года соответственно.

Новые выпуски муниципальных облигаций появились только в 2010 году. Акимат Алматы разместил в торговой системе биржи 17 сентября и 01 октября 2010 года 13 млн пятилетних бумаг на общую сумму 13,1 млрд тенге, средневзвешенная доходность облигации к погашению составила 6,1536% годовых. В качестве финансового консультанта эмитента и его андеррайтера, а также инициатора специализированных торгов выступало АО «Дочерняя организа-

ция акционерного общества «БТА Банк» «БТА Секьюритис». Следующее рыночное размещение на рынке МИО состоялось только в 2017 году: акимат Алматы привлек 15 млрд тенге на два года под 9,2% годовых.

В июне 2016 года вышли поправки в постановление Правительства Республики Казахстан «Об утверждении Правил выпуска ценных бумаг для обращения на внутреннем рынке местным исполнительным органом города республиканского значения, столицы» от 02 октября 2009 № 1520<sup>21</sup>. В соответствии с поправками исполнительным органам областей было разрешено выпускать и размещать облигации, но только для финансирования строительства жилья в рамках реализации государственных и правительственных программ. Таким образом, рынок муниципальных заимствований получил новый импульс, однако к развитию данного сектора рынка это не имело отношения. Инфраструктура KASE в данном случае использовалась государством для учета бумаг и проведения расчетов. За два с лишним года исполнительными органами Актыюбинской, Жамбылской, Акмолинской, Западно-Казахстанской, Восточно-Казахстанской, Мангистауской, Атырауской, Кызылординской, Алматинской, Карагандинской, Костанайской, Павлодарской, Северо-Казахстанской, Южно-Казахстанской областей, а также городов Астаны и Алматы в рамках названной выше программы привлечено более 200 млрд тенге. Все облигации через уполномоченного брокера выкупает АО «НУХ «Байтерек».

займов. Оставшихся должников биржа обязала ежеквартально отчитываться о ходе урегулирования их обязательств перед держателями ценных бумаг.

И все же, несмотря на значительное снижение кредитных рисков в корпоративном секторе, для биржевого рынка ценных бумаг 2010-й оказался годом консервативных стратегий. Следуя требованиям регулятора и опасаясь новых дефолтов, институциональные инвесторы предпочитали покупать ГЦБ и корпоративные облигации наиболее высокого инвестиционного качества. Приоритет отдавался бумагам Минфина – МЕКАМ. Они выпускались для финансирования дефицита госбюджета, который по итогам года составил 2,89% от ВВП. В результате рынок ГЦБ в 2010 году удержал позиции и увеличился по объему сделок на 1,7% до 1 431,4 млрд тенге.

В корпоративном секторе инвесторов интересовали, прежде всего, облигации государственных и квазигосударственных компаний – АО «Казатомпром», АО «КазМунайГаз» и АО «Банк развития Казахстана». По оценкам KASE, объем привлеченных только через казахстанский первичный биржевой рынок корпоративных облигаций достиг в 2010 году рекордного на тот момент значения – 64,8 млрд тенге.

Внешний фон и высокие цены на основные статьи казахстанского экспорта благоприятствовали росту показателей рынка иностранных валют. В 2010 году положительное сальдо торгового баланса страны достигло 28,9 млрд долларов США, а профицит текущего счета платежного баланса составил 4,32 млрд долларов США. Потребность в конверсионных операциях между участниками валютного рынка значительно возросла, и, как результат, объем торгов иностранными валютами увеличился в 2010 году до 15,7 трлн тенге, превывсив аналогичный показатель предыдущего года на 59,4%. Спекулятивный потенциал валютного рынка сохранялся низким, и курс доллара США колебался в рамках довольно узкого коридора (146,5–148,0 тенге), который контролировался Национальным Банком.

Характерной особенностью года стал растущий объем невостребованной ликвидности у банков, что привело к снижению ставок и росту объемов торгов на рынке денег. Значение индикатора KazPrime 3M с июня стабилизировалось на отметке 2% годовых, а индикатор TONIA в течение года не превышал 2,8% годовых. Объем торгов на рынке операций репо в 2010 году составил 12,7 трлн тенге и вырос по отношению к 2009 году на 22% – денег на рынке действительно было много.

Наиболее подверженным влиянию извне оказался казахстанский рынок акций, который чутко реагировал на неопределенность, царящую на международных фондовых и товарно-сырьевых рынках. В середине года на фоне фискального кризиса в странах ЕС, инвесторы во всем мире начали распродавать европейские активы и закрывать длинные позиции по ценным бумагам компаний из развивающихся стран, включая Казахстан. Масла в огонь подлили сомнения аналитиков в устойчивости глобального экономического восстановления и опасения перегрева китайской экономики. К концу мая – началу июня, вслед за основными мировыми фондовыми индексами, Индекс KASE снизился на 23,7% до годового минимума в 1 349 пунктов. Ситуация



стабилизировалась только осенью, когда ФРС США объявила о начале так называемого второго этапа количественного смягчения, предусматривающего выкуп государственных облигаций на сумму 600 млрд американских долларов в течение следующих восьми месяцев.

На этой позитивной новости, а также под воздействием хороших макроэкономических показателей Казахстана уже к концу года Индекс KASE частично отыграл свое падение до уровня 1 718 пунктов. В лидерах роста оказались простые акции Kazakhmys PLC (+18,1%), Eurasian Natural Resources Corporation Plc (+14,3%), АО «Народный сберегательный банк Казахстана» (+12,8%) и АО «Казак-телеком» (+8,7%). Снижение по итогам года показали простые акции АО «Казкоммерцбанк» (-33,5%), АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (-20,9%) и АО «Банк ЦентрКредит» (-22,6%). Однако общий итог работы рынка долевых инструментов оказался неутешительным – объем торгов упал на 56% до 280,6 млрд тенге.

## Привилегии для старожилов и входные бонусы для новичков

События на рынке акций показали, что проблема дефицита ликвидности на KASE в условиях глобальной нестабильности лишь усугубилась. Но биржа и регуляторы не опускали руки. 9 июня 2010 года KASE приняла решение о введении дополнительной льготы для эмитентов, чьи ценные бумаги наиболее активно торгуются на бирже: если сумма комиссионных сборов по заключенным за предшествующий год сделкам с акциями какого-либо наименования превышает 2 000-кратный размер МРП, то ежегодный листинговый сбор по таким бумагам снижается до 100-кратного размера МРП. Эта привилегия была разработана в качестве поощрения компаний, которые поддерживают относительно высокий уровень free float и обеспечивают постоянную связь с акционерами, стимулируя тем самым ликвидность своих акций на открытом рынке. По итогам года такую льготу получили две компании – АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» и KAZAKHMYS PLC.

Объединив усилия с АРД РФЦА и АО «РФЦА» бирже также удалось заручиться поддержкой давней идеи по выводу на KASE акций крупных национальных и квазигосударственных компаний со стороны Главы государства и правительства. Работа активизировалась после специального поручения Премьер-министра Карима Масимова в мае 2010 года в рамках реализации Стратегического плана 2020, одним из базовых условий реализации которого должен был стать развитый отечественный фондовый рынок. Вскоре была создана специальная рабочая группа, в августе были внесены предложения о размещении пакетов акций ряда дочерних компаний АО «ФНБ «Самрук-Қазына» на внутреннем фондовом рынке, разработаны условия IPO, а KASE была определена основной торговой площадкой.

Биржей и АРД РФЦА были разработаны и внесены изменения в Листинговые правила KASE, предусматривающие стимулирование компаний, ко-

торые планируют проведение первичного публичного размещения акций. Так, с 25 августа 2010 года инициаторы допуска акций к обращению на бирже освобождались от уплаты вступительного и первого ежегодного листинговых сборов, если: акции включаются в официальный список KASE впервые; размещение осуществляется KASE одним из методов открытых торгов; объем привлечения по результатам IPO составит не менее 1 млн МРП; размещаемые акции купит не менее 50 инвесторов, а их количество в свободном обращении составит не менее 10% от общего количества акций эмитента. Кроме того, с 13 августа 2010 года новые эмитенты могли рассчитывать на расширенную бесплатную информационную поддержку KASE при проведении биржевого IPO для популяризации своей деятельности среди инвесторов.

Для того, чтобы «сверить часы» и наладить конструктивный диалог между государством и деловыми кругами, в ноябре совместно с АО «РФЦА» биржа провела двухдневный форум «Казахстанский фондовый рынок. IPO на KASE».

## Новые правила для маркет-мейкеров

Среди организационных мер, предпринятых для повышения ликвидности ценных бумаг на KASE, выделялись новые правила деятельности маркет-мейкеров, которые Биржевой совет утвердил 25 июня 2010 года. Основным нововведением стала более детальная система спрэдов, учитывающая риски и инвестиционное качество котироваемых инструментов. Максимальное значение спреда между наилучшими обязательными котировками маркет-мейкера на покупку и на продажу по акциям наивысшей категории официального описки KASE, и ликвидным акциям было установлено на уровне 7%, по неликвидным акциям и паям – 10% от значения котировки на покупку; по облигациям – 4% от разницы между значениями доходности котировок на покупку и на продажу; по облигациям, расчет доходности которой торговой системой KASE не осуществлялся, – 8% от разницы между ценами котировок на продажу и покупку относительно цены котировки на покупку<sup>4</sup>.

За несвоевременное исполнение обязательств по объявлению и поддержанию обязательных котировок маркет-мейкеров обязали платить неустойку в сумме от 20 до 200 МРП в зависимости от длительности такого неисполнения<sup>5</sup>. В то же время им была предоставлена возможность использования «тайм-аутов» – промежутков времени в пределах торгового дня для выставления новых значений обязательных котировок, в течение которых разрешается не поддерживать обязательные котировки. Общая продолжительность тайм-аутов в течение одной торговой сессии по ликвидным акциям, паям и облигациям не должна превышать 30 минут, по неликвидным акциям – 15 минут.

В новых правилах также были предусмотрены льготы и система поощрений маркет-мейкеров по результатам их деятельности за каждый месяц. При этом категория специалистов, игравшая одну из ключевых ролей на рынке корпоративных ЦБ в период его становления и бурного роста, была упразднена в связи с невостребованностью членами биржи в изменившихся условиях.

Новая редакция документа была согласована с АФН 17 сентября 2010 и введена в действие 17 января 2011 года.

## Срочный рынок: перезагрузка

В том же 2010 году был реализован проект по возобновлению на KASE торгов фьючерсами. Попытки запустить срочный рынок биржей предпринимались и ранее. В 1996 и 1999 годах были открыты торги фьючерсами на курс доллара США к тенге, в 2001-м – фьючерсами на курс доллара США к евро, в 2002-м – фьючерсами на доходность международных ценных бумаг Республики Казахстан, в 2008-м – поставочными фьючерсами на аффинированное золото в слитках. Несмотря на периодически возникающую активность участников торгов фьючерсами на курс доллара США к тенге с 1999 по 2004 год, рынок производных инструментов в конечном итоге прекратил свое существование.

Исторически важным для биржи в проекте реанимации фьючерсного рынка было то, что она впервые взяла на себя функции центрального контрагента и стала гарантировать исполнение заключенных сделок в пределах размеров клиринговых фондов. Принципиально новая для казахстанского рынка система риск-менеджмента, отвечавшая международным стандартам, включала в себя три элемента: систему лимитов на открытие позиций и изменения цен в зависимости от достаточности средств на счете участника, систему маржирования для покрытия рисков изменения цены, а также гарантийный и резервный фонды для обеспечения своевременного клиринга по сделкам в случае дефолта одного или нескольких участников.

Формирование и пополнение резервного фонда, который составил 170 млн тенге, биржа взяла на себя за счет ежемесячных взносов в размере 15% от суммы комиссионных сборов на срочном рынке, а гарантийные фонды создавались для каждого типа срочных контрактов в отдельности за счет обязательных разовых фиксированных взносов членов самого рынка.

Во второй половине года биржа согласовала с АФН и ввела в действие Правила биржевой торговли срочными контрактами, Правила осуществления клиринговой деятельности на срочном рынке и Положение о Резервном и Гарантийных фондах, а также провела демонстрационную игру по торговле срочными контрактами для своих членов. А уже с 6 декабря торги фьючерсами на курс доллара США к тенге и на значение Индекса KASE с новой системой управления рисками были запущены в «боевом» режиме.

Одна из основных целей торговли срочными контрактами – это возможность хеджирования рисков. К примеру, если у управляющей компании сформирован портфель, коррелирующий с Индексом KASE, то покупая фьючерс на Индекс KASE она могла бы застраховать себя от падения цен на акции представительского списка индекса. А это в сложившихся на тот момент условиях на рынке было весьма актуально. Тем не менее, активность в новом секторе оставалась крайне низкой, чему мешали законодательные ограничения на участие в нем НПФ и паевых инвестиционных фондов.

\* \* \*

С такими результатами биржа входила в 2011 год, который должен был стать первым в реализации нового трехлетнего Стратегического плана KASE, направленного, прежде всего, на принципиальное увеличение надежности биржевого рынка и ликвидности торгуемых финансовых инструментов. Тем более, что фундамент для движения в этом направлении был уже создан. Впервые в истории биржи был проведен анализ существующих в мире торговых и постторговых технологий с целью возможного использования их на KASE. Результаты встреч и переговоров с представителями LSE, NASDAQ OMX, KRX, PTC, MMBB, поставщиками биржевых информационных технологий – Calypso Technology, Cinnober Financial Technology AB, Traypport, CPM Ltd, Financial Technologies, List Group, CMA позволили не только провести многофакторный анализ возможных вариантов модернизации программно-технического комплекса и разработать финансовые модели деятельности биржи, но и сформировать новое видение дальнейшего развития KASE. В том числе и по вопросу возможного привлечения стратегического партнера. В 2010 году биржа впервые начала поставлять крупнейшим мировым провайдерам рыночной информации Thomson Reuters и Bloomberg торговые данные в режиме реального времени, используя принятые в этой области международные стандарты и протоколы.

*Была определенная ясность и у регулятора. Комментируя итоги 2010 года глава АФН Елена Бахмутова подчеркнула, что несмотря на существующие проблемы, сложились все составляющие для успешной реализации IPO в Казахстане. «Думаю, размещение компаниями своих акций позволит решить проблему увеличения числа торгуемых инструментов, будет способствовать росту ликвидности рынка ЦБ, а также его капитализации. Более того, IPO способствует укреплению конкурентных преимуществ страны, притоку иностранных инвестиций и повышению привлекательности казахстанского фондового рынка»<sup>6</sup>.*

## В ПОПЫТКАХ ОТТОЛКНУТЬСЯ ВВЕРХ

Для 2011 года финансовые власти страны изначально сформулировали задачу – закрепить успехи года-предшественника. Ведь в 2010-м существенно, почти в 3 раза, снизился внешний долг Казахстана. Одновременно с этим росли золотовалютные резервы: при сокращении внешней задолженности банковского сектора на 29 млрд долларов США они увеличились на 17 млрд долларов США. Прирост ВВП Казахстана составил 7,3%, приблизившись к докризисным показателям.

Позитивные тренды характеризовали и самочувствие национальной валюты – несмотря на широкий коридор колебаний курса, действовавший в 2010 году, тенге в номинальном выражении укрепился на 0,6%. При этом участие

## ПОМОЩЬ EBRD И ВЕНСКОЙ БИРЖИ (WBAG)

В 2010 году при поддержке Европейского банка реконструкции и развития (EBRD) на KASE стартовал проект «Kazakhstan Stock Exchange Capacity Building Project», направленный на повышение ликвидности ценных бумаг на организованном фондовом рынке Казахстана и совершенствование качества услуг, предоставляемых KASE эмитентам и инвесторам. К работе над проектом приступили профессиональные эксперты по фондовому рынку австрийской консалтинговой компании CAPMEX (The Capital Market Experts, член группы Венской биржи), имеющие высокую профессиональную квалификацию и обширный опыт работы на различных биржевых рынках. В течение полугода консультанты CAPMEX работали над изучением проблем развития казахстанского фондового рынка, проводили экспертизы факторов, влияющих на ликвидность ценных бумаг на казахстанском фондовом рынке, исследовали действующую на KASE систему распространения биржевой информации и провели ряд тренингов для персонала KASE и участников рынка. Итогом их работы стал заключительный отчет и перечень конкретных рекомендаций, которые были учтены при разработке стратегии KASE на 2011–2013 гг.

По общей оценке специалистов KASE и участников рынка, работавших с консультантами, проект оказался очень полезным во многих аспектах, в том числе и в диалоге рынка с правительством и регулятором, так как к мнению зарубежных экспертов прислушивались гораздо внимательнее.

Одним из результатов сотрудничества KASE с CAPMEX в рамках Kazakhstan Stock Exchange Capacity Building Project ста-

ли заключенные соглашения с Wiener Börse AG (WBAG), направленные на продвижение информационных услуг KASE на международном рынке, а также расчет и распространение индексов. Партнерство с WBAG, помимо расширения географии присутствия информации KASE, было направлено на повышение узнаваемости KASE на международной арене. Являясь признанным в Европе информационным хабом, специализирующимся на распространении рыночной информации, WBAG способствовала распространению информации KASE среди своих многочисленных клиентов.

Правильность выбранного вектора развития в области распространения торговой информации и перспективность данного направления деятельности подтвердились в первый же год партнерства в результате привлечения SIX Financial Information Ltd и Investis Ltd, проявивших интерес к распространению торговой информации KASE.

В последующие годы, в рамках партнерства с WBAG, KASE привлекла 12 иностранных компаний, среди которых такие крупные представители финансового рынка как Citigroup Global Markets Ltd, S&P Global Inc (former SNL), Statpro Canada Inc. Как результат, средний прирост дохода от продажи информации за весь период сотрудничества составил 43%, что демонстрирует возрастающий интерес к казахстанскому финансовому рынку со стороны зарубежных участников.

С 2013 года WBAG также осуществляет расчет и распространение индекса Kazakh Traded Index (KTX) на основании рыночных данных, представляемых KASE.

регулятора на рынке было незначительным. Поэтому в январе 2011 года глава НБРК Григорий Марченко заявил, что Национальный Банк не видит необходимости в дальнейшем установлении коридора колебаний обменного курса тенге и с 21 марта вернется к режиму управляемого плавающего валютного курса, который действовал до 2009 года.

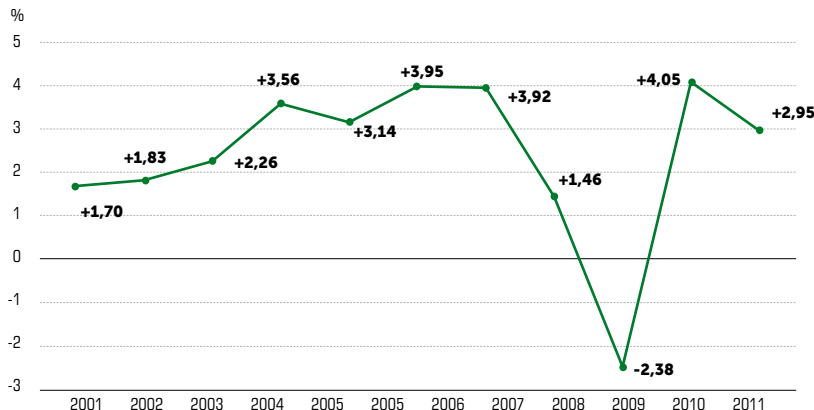
В мае антикризисные действия правительства и Национального Банка отметил Международный валютный фонд. Глава миссии МВФ Ана Люсия Коронель в числе позитивных перемен назвала «снижение суверенного риска Казахстана, особенно явное по сравнению с другими странами региона»<sup>7</sup>. Одной из трех важных задач правительства она обозначила необходимость снижения давления на бюджет.

В ноябре международные рейтинговые агентства Fitch Ratings и Standard & Poor's практически одновременно повысили страновую оценку Казахстана до инвестиционного уровня. S&P повысил суверенный кредитный рейтинг в иностранной валюте до уровня «BBB+», со стабильным прогнозом, а рейтинговое агентство Fitch – долгосрочный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте с «BBB–» до «BBB» с позитивным прогнозом.

Комментируя эти события, вице-президент KASE **Андрей Цалюк** подчеркивал их практическую значимость для всего фондового рынка:

*«Очень важно для Казахстана то, что на постсоветском пространстве в рейтинговой таблице S&P мы вырвались вперед. Теперь у нас самый высокий рейтинг инвестиционного уровня в иностранной валюте. Поэтому цены на наши суверенные бонды должны быть выше. Событие немного затушевывается негативом мировых рынков, однако на перспективу дает позитивную фору. Недавно Министерство финансов РК заявило о пред-*

### ДИНАМИКА МИРОВОГО ВВП В 2001–2011 ГОДАХ



варительном намерении выпустить в 2012 году суверенные евробонды. Эти бумаги, а точнее их стоимость, будут расцениваться инвесторами как *benchmark* для вложений в корпоративных и квазигосударственных казахстанских эмитентов, который очень нужен. И повышение суверенного рейтинга, конечно же, будет играть на рост стоимости казахстанских бумаг. То есть, наши эмитенты, размещающие после описываемого события свои долговые обязательства, смогут рассчитывать на более высокую цену и, соответственно, более низкую доходность»<sup>8</sup>.

Повышение рейтинга было своевременным и с точки зрения результативности предстоящего «Народного IPO», поскольку интерес к нему за рубежом оказался неожиданно высок. «Ведь бумаги будут предлагаться населению, и если цена их станет расти, многие захотят продать акции, пояснял А. Цалюк. – При этом покупателями могут выступить иностранные инвесторы, привлеченные в Казахстан растущим кредитным рейтингом, что создаст дополнительный спрос и не позволит ценам существенно снизиться. Именно такое опосредованное влияние может иметь повышение рейтинга страны агентством S&P».

Осторожный оптимизм закреплялся на всех уровнях. Впрочем, довлекло и понимание того, что внешний фон по-прежнему не самый благоприятный для экономики и вполне может обрушить то, что было наработано за прошедший год. В отличие от Казахстана, оптимизма в мире было не много. Структурные дисбалансы в глобальной экономике накапливались. Если в 2010 году звучал тезис о посткризисном восстановлении, то в 2011 году многие эксперты заговорили о новой волне мирового кризиса. Реальные показатели мировой экономики ухудшились, стоимость заимствований для многих стран выросла, оказывая прямое влияние на экономические показатели. В поисках оптимальных схем защиты от потерь или приумножения прибыли инвесторы часто меняли свои предпочтения в выборе тех или иных активов, тем самым вымывая ликвидность и повышая волатильность на мировых товарных и фондовых рынках.

Все это мешало Казахстану «оттолкнуться вверх» от созданного в 2010 году фундамента. Цели всех программ, разрабатываемых в стране, готовящихся законопроектов, реформ регулирования были направлены на опережение, предотвращение рисков и возможных дефолтов.

## Одной дорогой с регулятором

В начале 2011 года АФН объявило о новом подходе к регулированию. В приоритете был превентивный характер мер и принцип контрцикличности: не вводить ужесточающих норм в кризисный момент, а объявлять о них заблаговременно. Тогда же глава АФН Елена Бахмутова<sup>9</sup> сообщила о совместной с

правительством разработке программы по оздоровлению крупных и средних предприятий и выделении проблемных активов в специально создаваемые отдельные компании, а также представила план мероприятий по реализации программы «Дорожная карта по развитию накопительной пенсионной системы и рынка ценных бумаг».

Комплекс мер, заложенный в «Дорожную карту», был призван не только «расшить» ситуацию с обесценением активов накопительной пенсионной системы, но и помочь более эффективно инвестировать пенсионные средства, в целом, способствуя выходу инвесторов и эмитентов на организованный рынок ценных бумаг и их активной торговле на этом рынке.

*«Сейчас обсуждается не только какие компании будут выходить на IPO, но и на каких условиях они будут выходить, будут ли они выходить на иностранные фондовые биржи или только на местную. Агентство придерживается мнения, что, прежде всего, национальные компании, в том числе и квазигосударственный сектор, должны выходить на отечественную фондовую биржу. Мы считаем, что второй листинг на иностранных фондовых биржах не должен происходить. – поясняла позицию регулятора **Алина Алдамберген**, выступая на Казахском финансовом форуме. – Никаких жестких требований на этот счет агентство пока вводить не будет, поскольку на рынке существуют разные мнения в отношении листинга казахстанских компаний на иностранных биржах. Считается, что у нас недостаточная инвесторская база. На мой взгляд, вопрос не в инвесторской базе, вопрос в интересном эмитенте. Если эмитент интересный, то инвесторская база сама придет в Казахстан»<sup>10</sup>.*

В качестве страховки от преднамеренных дефолтов для эмитентов планировалось на законодательном уровне установить обязанность выкупа выпущенных облигаций в случае добровольного делистинга на фондовой бирже либо принудительного делистинга за невыполнение листинговых требований в части раскрытия информации.

Наряду с этим, регулятор намеревался усилить ответственность финансовых консультантов, которые размещают ценные бумаги, представителей держателей облигаций и аудиторов, которые готовят отчет для фондовой биржи. Важный блок вопросов касался защиты инвесторов с точки зрения правовых рисков.

*«В частности, здесь предлагается разработать поправки в действующее законодательство касательно введения регулирования деятельности рейтинговых агентств, а также рассмотреть возможность повышения статуса финансового суда до уровня областного с целью отнесения к его компетенции всех рисков по сделкам, которые будут заключаться на организованном рынке, и всех гражданских дел по обжалованию действий Казахстанской фондовой биржи, центрального депозитария и регулирующих органов – АФН и АРД РФЦА» – поясняла глава АФН **Елена Бахмутова**<sup>11</sup>.*



Эти и другие нормы и предложения должны были заработать уже в 2011 году либо лечь в основу разрабатываемого Закона о минимизации рисков. И KASE, являясь ключевым элементом инфраструктуры биржевого рынка, была активно вовлечена в реализацию намерений регулятора.

Так, 6 апреля 2011 года Биржевой совет KASE утвердил новую Методику оценки ценных бумаг, в том числе и для бумаг, находящихся в инвестиционных портфелях казахстанских НПФ и компаний по управлению активами. Подготовка методики велась специалистами биржи почти год, и влияние результатов этой работы на стоимость пенсионных активов трудно переоценить.

12 апреля произошло событие, существенно изменившее политику государства в области регулирования финансового рынка, которое воплотилось в создании «мегарегулятора». Глава государства подписал указ об упразднении Агентства по регулированию деятельности РФЦА и АФН, а их функции и полномочия были переданы Национальному Банку, в структуре которого были созданы два комитета: Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций и Комитет по развитию РФЦА.

## Назад в красную зону

Хотя экономика страны явно выходила на посткризисную траекторию, для биржевого рынка 2011 год принес разочарования. Динамику 2010-го, когда оборот на KASE в целом вырос на 34%, удержать не удалось. Объем торгов остался на прежнем уровне, снизившись на 3,1%. Примечательно, что произошло одновременное снижение в двух секторах KASE – торговли иностранными валютами и операций репо, традиционно выступающими главными «локомотивами» биржевой торговой статистики.

Тренды на мировых сырьевых рынках, которые сильно влияли на внутреннюю ситуацию, были разнонаправленными: цены промышленных металлов в основном показали негативную динамику, стоимость нефти марки Brent, напротив, выросла за 2011 год на 14%, закончив его на отметке 108 долларов США за баррель.

Несмотря на увеличение экспортной выручки от продажи нефти и доли KASE по сопоставимым операциям валютного рынка с 71,9% в 2010 году до 83,9% в 2011 году, объем конверсионных биржевых операций БВУ практически не изменился, нарушив тем самым закономерность прошлых лет, при которой увеличение экспортной выручки вело к росту аккумулируемых средств на счетах в банках и увеличению объема операций с иностранной валютой. Количество и ежедневный объем сделок на валютном рынке в течение 2011 года снижались.

Парадоксально выглядела и картина на биржевых торгах российским рублем за тенге. Несмотря на значительный рост товарооборота с Россией, вызванный началом работы Таможенного союза, объем операций на KASE с рублем в 2011 году снизился на 9,4%.

Спекулятивный потенциал на валютном рынке по-прежнему оставался низким. Колебания курса тенге к основной резервной валюте мира уложились в коридор 145,81–148,43 тенге за один доллар США. При этом, судя по средне-

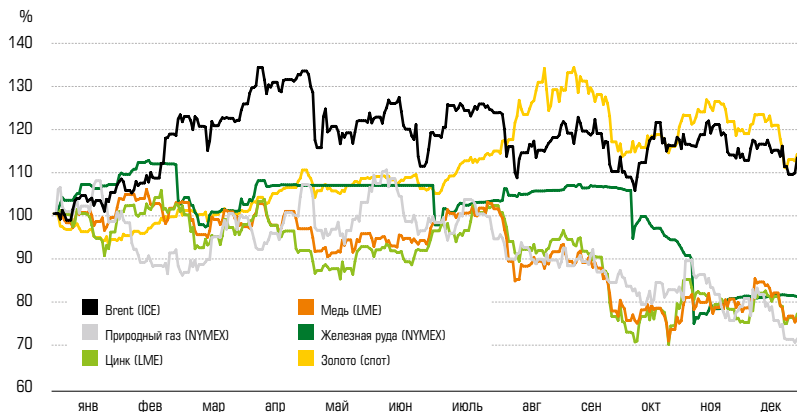
взвешенному курсу утренней сессии, уровень ослабления тенге к американскому доллару в номинальном выражении составил 0,61% (в 2010 году – 0,65%).

Несмотря на рост валютной выручки экспортеров, высоколиквидные средства банков за 2011 год снизились на 9%, в то время как рост кредитного портфеля составил 11%. Однако снижение избыточной ликвидности банковского сектора было недостаточным для оказания заметного влияния на денежный рынок KASE. Индикаторы TONIA и TWINA демонстрировали рабочую волатильность в боковом тренде, а индикатор KazPrime остался на прежнем уровне 2,0% годовых. При этом объем биржевых операций репо относительно 2010 года практически не изменился.

В то же время ставки на биржевом рынке корпоративного долга тяготели к росту. Это объяснялось негативными настроениями на фондовом рынке, связанными с ожиданием новой волны кризиса, особенно во второй половине 2011 года, а также продолжавшимися дефолтами листинговых компаний KASE и, как следствие, настороженным отношением инвесторов к облигациям среднего и относительно низкого инвестиционного качества. Объем торгов в секторе корпоративных облигаций вырос на 9% в основном за счет торговли обязательствами наиболее надежных эмитентов.

Настроение инвесторов в сегменте долевых ценных бумаг было уже закономерно продиктовано ситуацией на мировых финансовых рынках. События 2011 года, главными из которых стали обострение европейского долгового кризиса, проблемы с государственным долгом США и катастрофа на АЭС Фукусима-1 в Японии, находили отражение в том или ином виде на казахстанском рынке. Позитивными оказались лишь первые полтора месяца 2011 года. С середины февраля Индекс KASE устремился вниз с нарастающей скоростью и лишь в конце года несколько стабилизировался. Результатом года стало падение этого индикатора на 35,7%, тогда как в 2010 году оно составило лишь 2,8%.

### ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ И СЫРЬЕ В 2011 ГОДУ

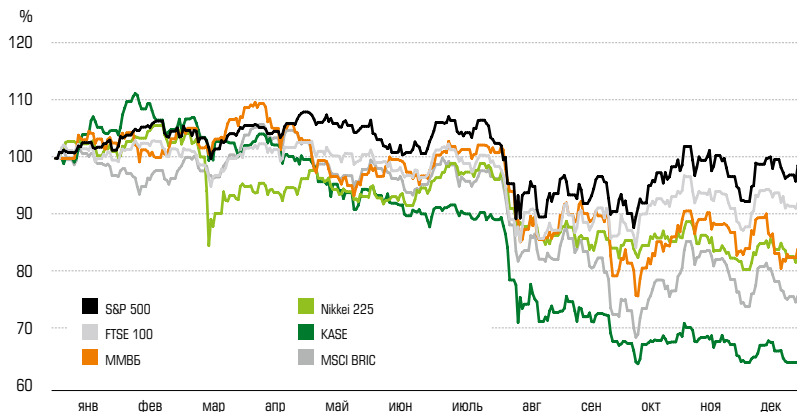


В 2011 году Индекс KASE показал более негативную картину, нежели основные фондовые индексы развитых рынков. И это несмотря на то, что основным проблем в мировой экономике являлись как раз наиболее развитые страны. Причина крылась в слабой диверсификации Индекса KASE, представительский список которого состоял из акций всего семи эмитентов. Остальные акции официального списка KASE имели почти нулевую ликвидность.

Сильное падение Индекса KASE вызвало отток с казахстанского рынка денег инвесторов, увеличивая риски ликвидности и, тем самым, лишая рынок возможности быстро восстановиться, как это произошло на более развитых площадках. Ускорение падения индекса сопровождалось снижением объема торгов, в результате чего рынок акций KASE по итогам 2011 года потерял 43,2% своего оборота, а его капитализация на конец года оценивалась эквивалентом 43,3 млрд долларов США, снизившись на 28%.

Несколько в стороне от этих событий оказался казахстанский рынок ГЦБ. Ставки здесь оставались стабильными, так как под влиянием изменений в законодательстве НПФ продолжали наращивать долю ГЦБ в своих портфелях, демонстрируя неизменно высокий спрос на аукционах Министерства финансов. Наиболее характерно описанная ситуация проявила себя ближе к концу 2011 года в преддверии введения мультипортфельной пенсионной системы. С 1 января 2012 года НПФ должны были разделить инвестиционные портфели на консервативный и умеренный. Активы вкладчиков пенсионного возраста по умолчанию попали в консервативный портфель, который не предусматривал вложения в акции, а остальные – в умеренный, до 30% которого можно было формировать за счет долевых бумаг. (Позже, с 1 января 2015 года должен был появиться и агрессивный портфель, в котором удельный вес акций мог бы достигать 80%, но, как известно, к тому времени систему частных НПФ было решено свернуть.)

### ИЗМЕНЕНИЕ ОСНОВНЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ В 2011 ГОДУ



Вкупе с корректировкой пруденциального регулирования это привело к существенному падению активности на вторичном рынке ГЦБ. Объем торгов сократился относительно предыдущего года почти на 40%. В то же время совокупный объем аукционов на рынке ГЦБ составил 674 млрд тенге, что оказалось на 5% меньше планируемого Министерством финансов объема размещения МЕКАМ в 2011 году. При этом дефицит государственного бюджета снизился до 2,1% от ВВП.

## Лучше сервис – больше инвесторов

Уязвимость казахстанского биржевого рынка, во многом зависящего от состояния дел у институциональных инвесторов в лице НПФ, была очевидна, поэтому в 2011 году KASE сосредоточилась на стратегических проектах, реализация которых позволяла принципиально расширить количество и географию работающих на бирже инвесторов.

Большое внимание было уделено проекту введения в эксплуатацию шлюза, с помощью которого к торговой системе KASE могут подключаться любые торговые терминалы, поддерживающие принятый в развитом мире протокол биржевых данных FIX (Financial information eXchange). Это должно было значительно расширить потенциал инвесторской базы биржи. Помимо удобства для пользователей, FIX-шлюз имел другое важное преимущество – уменьшение задержек при торговле. Рыночные данные передавались подписчикам немедленно после регистрации транзакций в торговой системе биржи. Частота обновления биржевого «стакана» через протоколы FIX значительно превышала показатели, достигаемые при работе через другие протоколы.

В августе 2011 года транзакционный FIX-шлюз был введен в опытную эксплуатацию. 20 сентября ТОО «eTrade» организовала презентацию для профессиональных участников, а 21 ноября 2011 года шлюз был запущен в промышленную эксплуатацию.

В рамках развития интернет-трейдинга в июне 2011 года биржа запустила в промышленную эксплуатацию новую интернет-платформу «STrade», которая была предложена членам биржи в качестве удаленного торгового терминала на рынке ценных бумаг (так называемый «тонкий клиент»). Годом ранее платформа была опробована в серии демонстрационно-тестовых игр для студентов, преподавателей вузов и частных инвесторов в рамках учебного проекта «Биржевой симулятор» (см. врезку).

Для обеспечения безопасности операций в системе «STrade» был реализован механизм поддержки электронных цифровых подписей, соответствующих ГОСТ 34.310-2004, и сертификатов ключей электронных цифровых подписей, выпускаемых Удостоверяющим центром КЦМР. Конфиденциальность данных обеспечивалась путем организации защищенного канала связи. Запуск платформы также расширил возможности KASE в сфере повышения финансовой грамотности населения. В новый терминал была добавлена функция подключения к учебной торговой системе биржи, что позволило потенциальным новичкам использовать «STrade» для овладения навыками торговли на фондовом рынке.

## Гарантия надежности и привлекательности рынка

Следующий очень важный проект – переход к гарантированной системе расчетов по схеме T+0, разработка которого была начата в 2010 году. Цель проекта – качественное повышение надежности расчетов и минимизация рисков участников сделок. Данная схема предусматривала стопроцентное преддепонирование средств участниками торгов по ценным бумагам в ЦД, причем контроль наличия активов осуществлялся биржей на стадии подачи заявок в ТС. Осуществлялось это благодаря связи с системами ЦД – информация по остаткам на счетах каждого участника торгов подгружалась до начала торгов и в ходе них из системы ЦД в ТС KASE. Если поданная на торги заявка оказывалась необеспеченной бумагами или деньгами, она отклонялась. Это дало возможность кардинально снизить число случаев неисполнения заключенных на KASE сделок. До внедрения этой системы сделка с ценными бумагами на KASE сначала заключалась, а уже потом проверялась возможность ее исполнения. По этой причине, например, в 2010 году доля неисполненных на KASE сделок с ценными бумагами достигла 0,7% от общего числа заключенных сделок купли-продажи. В 2011 году до внедрения новой схемы расчетов этот показатель составлял 0,4%. Все это отпугивало инвесторов, особенно иностранных.

Внедрение проекта T+0 осуществлялось поэтапно для снижения возможных операционных рисков участников рынка. С 1 ноября система была запущена «в бой» и до конца года на KASE не было зафиксировано ни одного случая неисполнения сделок купли-продажи ценных бумаг.

Успешное внедрение системы расчетов по сделкам с ценными бумагами по схеме T+0 с полным обеспечением стало базисом для разработки системы расчетов по схеме T+n ( $n > 0$ ) с частичным обеспечением. Благодаря этому биржа серьезно продвинулась в осознании рисков и проблем, напрямую связанных с введением расчетов по схеме T+n. Также KASE разработала свод правил, регламентирующих условия и порядок функционирования сектора фондового рынка с применением клиринга и системы расчетов по схеме T+n (при  $0 < n < 4$ ) с частичным обеспечением, потому что введение T+n без значительного изменения законодательства было невозможно.

## Сверхзадачи «Народного IPO»

«Красной нитью» 2011 год пронизал процесс подготовки страны к «Народному IPO». Вначале однозначно высказался по этому поводу Глава государства.

«Сегодня весь мир зарабатывает на рынке акций. Казахстанцы тоже должны этому научиться», – подчеркнул **Нурсултан Назарбаев**<sup>12</sup>.

В свою очередь **Карим Масимов**<sup>13</sup>, возглавлявший на тот момент правительство, обозначил приоритеты «Народного IPO».

*«Во-первых, развитие локального фондового рынка невозможно без вовлечения населения, граждан страны. Во-вторых несмотря на то, что компания является государственной, она должна управляться как частная, как компания, к которой есть публичный интерес и которая может котироваться на фондовой бирже. В-третьих, в 90-е – в годы приватизации – страна делала акцент на привлечение стратегического инвестора, нежели институционального. Сейчас подошло время реально развивать фондовый рынок».*

Премьер назвал и последовательность размещения пакетов акций: первый шаг – продажа акций населению, гражданам Казахстана. Второй шаг – продажа институциональным инвесторам – накопительным пенсионным фондам.

*«Мы не ставим задачи максимизации прибыли для государства при продаже акций. Мы больше думаем об инвесторе – гражданине и пенсионном фонде. Это уникальная возможность, которую часто повторять невозможно. Но разделение доходов и создание среднего инвестора в стране – очень важный не только экономический, но и политический и социальный аспект этого вопроса»<sup>14</sup>.*

Премьер считал, что нужно выбирать тот момент, когда «рынок не очень хороший, не на пике рынка, а, наоборот, в более худшие времена, до подъема». И 2011 год выглядел в этом смысле подходяще. Вскоре постановлением правительства от 8 сентября 2011 года была утверждена Программа вывода пакетов акций дочерних и зависимых организаций АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына» на рынок ценных бумаг.

Поскольку все политические решения были приняты, на KASE, которая была определена площадкой проведения «Народного IPO», началась подготовительная работа. На бирже поставили задачу к началу IPO увеличить технические возможности торговой системы KASE на 20–30%. Для организации подписки в ходе «Народного IPO» началось создание специального модуля для сбора заявок от участников рынка, их консолидации, обработки и формирования сводных данных. Специалисты биржи принимали участие во встречах с консультантами, работавшими над программой, давали свои предложения, вели регулярную разъяснительную работу среди населения через публикации в СМИ. Одновременно вносились изменения во внутренние документы и информационные системы KASE. Были разработаны Правила размещения акций, утвержденные Биржевым советом в марте 2012 года.

## На пути к стандартам корпоративного управления

Целый ряд мероприятий KASE был связан с минимизацией рисков в своей деятельности. Необходимость создания внутренней системы риск-менеджмента регуляторно была закреплена АФН еще в 2009 году. Тогда же была ор-

ганизована Служба внутреннего аудита, в задачи которой входила проверка основных бизнес-процессов биржи. В 2010 году акционеры более чем в два раза увеличили уставный капитал KASE, создав «запас прочности» для соблюдения биржей пруденциальных нормативов. По заказу KASE компания «Эрнст энд Янг» провела технический аудит IT-процессов биржи и выработала рекомендации по улучшению качества эксплуатации информационных систем.

В 2011 году Служба управления рисками, созданная годом ранее, занялась разработкой планов по обеспечению непрерывной деятельности KASE в соответствии с британским стандартом BS 25999. Их наличие было условием для получения биржей полного членства в WFE. По итогам этой работы, в которую были вовлечены практически все подразделения биржи, решением Правления KASE от 2 декабря 2011 года были утверждены Правила организации обеспечения непрерывности и восстановления деятельности, План реагирования на чрезвычайные ситуации, План кризисного управления, а также План восстановления деятельности биржи.

Кроме того, продолжилось обустройство удаленного резервного центра биржи в г. Каскелене (Алматинская обл.), строительство которого было завершено в 2010 году. Была создана инфраструктура для размещения компьютерного оборудования, подведены и протестированы все каналы передачи данных, центр укомплектован серверным оборудованием и другой компьютерной техникой. Запуск резервного центра позволил поддерживать торги даже в случае выхода из строя основного торгового центра, что гарантировало непрерывность деятельности KASE на качественно новом уровне.

## Все флаги в гости к нам

Биржа продолжила интегрироваться с международным биржевым сообществом. Важной вехой здесь стало принятие Президента KASE Кадыржана Дамитова в члены Исполнительного комитета Генеральной ассамблеи Федерации евроазиатских бирж – FEAS в декабре 2010 года. Цель FEAS, полномочным членом которой KASE является с 1997 года – оказывать содействие в развитии фондовых рынков евроазиатского региона и способствовать деловому сотрудничеству между биржами и профессиональными участниками фондового рынка. KASE стала первой биржей Центральной Азии, которая вошла в Исполнительный комитет этой организации. Это решение было принято в ходе очередной Генеральной ассамблеи в Стамбуле, а уже осенью 2011 года KASE выступила хозяйкой 17-й Генеральной ассамблеи FEAS в Алматы. В рамках ассамблеи была организована маркетинговая выставка, в ходе которой участники казахстанского фондового рынка ознакомились с деятельностью фондовых бирж, являющихся членами FEAS.

Синхронно с ассамблеей FEAS было организовано первое заседание Евразийской группы ОЭСР по вопросам корпоративного управления в развитии фондового рынка, в котором приняли участие руководители регулирующих органов и бирж разных стран мира. Цель Евразийской группы заключается в обеспечении платформы для сотрудничества и обмена опытом, продвижении

принципов и институциональных реформ для стимулирования развития фондовых рынков региона.

Год также ознаменовался подписанием ряда меморандумов о сотрудничестве. С точки зрения узнаваемости фондового рынка страны на международной арене заметным событием стало включение акций трех казахстанских эмитентов в корзину индекса Dow Jones FEAS Titans 50. Это были простые акции АО «Народный сберегательный банк Казахстана», АО «Казкоммерцбанк» и АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз», веса которых на начало августа 2011 года в корзине индекса составляли 2,07%, 1,85% и 1,91% соответственно.

Подытоживая 2011 год, Президент KASE **Кадыржан Дамитов** подчеркнул, что биржа извлекала уроки из кризиса.

*«В 2012–2013 годах, продолжая поступательно выполнять Стратегический план, мы сделаем акцент на маркетинговую активность и попытаемся переломить тренд падения биржевого оборота на рынке ценных бумаг. И хотя далеко не все здесь зависит от KASE, мы верим, что достигнем определенного успеха», – пообещал президент биржи.<sup>15</sup> С этим и вошли в год 2012 – год начала «Народного IPO».*

## ПОД ГРУЗОМ МИНИМИЗАЦИИ РИСКОВ

В первых числах нового 2012 года Премьер-министр Казахстана Карим Масимов сообщил, что рост ВВП республики в предыдущем году составил 7,5%, хотя изначально прогнозировались 7%. Национальный Банк поддержал позитив, заявив о прогнозе роста ВВП республики в наступившем году на уровне 6%. При этом глава НБРК Григорий Марченко уточнил, что рост экономики «будет зависеть от сценариев, которые будут складываться на рынке». Среднесрочный прогноз по инфляции финрегулятор также сохранил в диапазоне 6–8%.

Профицит счета текущих операций в 2011 году составил \$13,6 млрд, увеличившись почти в 4,5 раза за год. Но бюджет сложился с дефицитом в 568,6 млрд тенге. Минфин активно занимал на рынке через продажу ГЦБ, и по состоянию на 1 января 2012 года объем находящегося в обращении государственного долга, включая краткосрочные ноты НБРК, составил 2 590 млрд тенге по дисконтированной цене.

Финансовый регулятор в начале 2012 года сделал еще один шаг, подчеркивающий преобладание позитивных тенденций на финансовом рынке: с 14 февраля официальная ставка рефинансирования НБРК была понижена до исторического минимума 7%. Фактически шло восстановление экономики после рецессии. Отмечалась и кредитная активность: после снижения на 0,7% в 2010 году, кредитование банками экономики в 2011 году возросло на 15,7%. Такой была в целом картина на старте года, фактически свидетельствовавшая о возвращении финансового сектора и экономики к обыденному ритму.



Новый год начался и с поиска решений застарелых проблем финансового рынка. Важным событием первых дней января стало сообщение о возможном компромиссе по проведению повторной реструктуризации задолженности АО «БТА Банк». Все надеялись на успешное завершение этой банковской «саги», негативно влиявшей как на имидж банковской системы, так и всей страны. Шли долгие переговоры, но в октябре было объявлено, что банк и большинство членов комитета кредиторов согласовали основные условия реструктуризации долгов «БТА Банка» на сумму 11,1 млрд долларов США. В итоге его финансовая задолженность была сокращена до 3,3 млрд долларов США.

И еще несколько важных событий года, непосредственно касающихся KASE: разработка и принятие правительством страны «Дорожной карты по развитию исламского финансирования до 2020 года»; проанонсированный Банком развития Казахстана план дебютного выпуска сукук «аль-Мурабаха» с двойным листингом на отечественной фондовой бирже и на бирже Малайзии. Было заявлено, что объем первой эмиссии составит 200–300 млн долларов США со сроком не менее 5 лет, а общий объем программы планировалось довести до 500 млн долларов США.

## В целях профилактики кризиса

Несмотря на восстановительный процесс в экономике, государство было озабочено проблемой если не предупреждения рисков, то хотя бы их минимизацией, поиском превентивных мер. Поэтому в 2012 году были приняты серьезные изменения в действующее законодательство, регламентирующее финансовый рынок. Многие участники рынка считают сейчас, что именно эти меры оказали наибольшее воздействие на облик казахстанского финансового и в особенности фондового рынка в XXI веке.

Законом о минимизации рисков<sup>16</sup> были изменены требования к деятельности практически каждого из участников цепочек эмитент – инвестор и заемщик – кредитор. Так, например, для эмитентов, выпускающих долговые ценные бумаги, были введены дополнительные требования, нарушение которых обязывает эмитента выкупить облигации у их держателей. В числе таких требований – запреты на изменение основных видов деятельности и организационно-правовой формы, а также на отчуждение крупных долей активов.

Финансовые компании – члены биржи – обязали стать гораздо более открытыми: как акционерные общества они должны были раскрывать финансовую отчетность и информацию о наиболее важных событиях через интернет-ресурс Депозитария финансовой отчетности, ту же отчетность и информацию они как члены биржи, должны были предоставлять биржевой службе мониторинга.

Закон также обязал частные НПФ пройти процедуру листинга на бирже. В течение года акции десяти из одиннадцати действовавших на тот момент НПФ были включены в официальный список KASE, что стало позитивным событием для вкладчиков фондов, так как нахождение ценных бумаг в официальном списке KASE было сопряжено с весьма жесткими требованиями по раскрытию информации для их эмитентов.

Весьма болезненную трансформацию пришлось пройти брокерским компаниям, для которых были введены почти беспрецедентные в мире требования к размеру минимального капитала на уровне 400 тысяч МРП, что привело к снижению числа брокерских компаний. Затем, в соответствии с требованиями финансового регулятора, брокеры были поделены на две категории: первой – с правом ведения счетов номинального держания – и второй, не обладающей этим правом. Эти изменения оказали дополнительное давление на рентабельность бизнеса отдельных компаний на фондовом рынке. В итоге этих и других мер регулятора количество членов фондового рынка KASE за год снизилось с 74 до 60.

«Правила игры» изменились и для самой биржи как организатора торгов. В течение года работники и руководство KASE проделали огромную работу для приведения внутренних документов и бизнес-процессов в соответствие Закону о минимизации рисков. В частности, было создано новое структурное подразделение – Клиринговая палата, основной обязанностью которого стало

### Закон о минимизации рисков и фондовый рынок

С 1 февраля 2012 года вступило в силу большинство пунктов Закона «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности и финансовых организаций в части минимизации рисков» (Закон о минимизации рисков), в соответствии с которыми были внесены изменения и дополнения в Гражданский и Уголовный кодексы, Законы «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан», «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан», «Об инвестиционных фондах» и ряд других законодательных актов.

Важнейшими нововведениями, касающимися рынка ценных бумаг, стали:

- создание Единого регистратора и Фонда проблемных кредитов;
- введение запрета на размещение листинговых облигаций на неорганизованном рынке ценных бумаг;
- введение требования по обязательному наличию представителя держателей облигаций;
- установление обязательств эмитента по выполнению ковенантов и выкупу облигаций при наступлении определенных событий (невыполнении определенных условий);
- ужесточение требований для выпуска и (или) размещения ценных бумаг организации – резидента Республики Казахстан на территории иностранного государства и листинга таких ценных бумаг на иностранной фондовой бирже, а также санкций за невыполнение данных требований;
- принятие решения исполнительным органом биржи о листинге ценных бумаг по упрощенной процедуре;
- требование к обязательному нахождению акций НПФ в листинге KASE;
- требование по обязательной публикации финансовой отчетности и аудиторских отчетов, а также информации о корпоративных событиях на интернет-ресурсах Депозитария финансовой отчетности фондовой биржи.

непосредственное осуществление всех процедур клиринга, а 19 июля 2012 года биржа получила лицензию на осуществление клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг №4.2.3/1, выданную КФН НБРК.

Резко возросла ответственность KASE в части мониторинга финансовой устойчивости и платежеспособности эмитентов и членов биржи, контроля инсайдерской деятельности.

*«Регулятор пытался «цивилизовать» рынок. – вспоминает **Елена Бахмутова**, – Возможно, где-то перегнули палку, и те компании, которые решили, что для них это слишком обременительно, просто ушли в тень. Они старались брать кредиты в банках, а не на фондовом рынке, наиболее крупные стали выходить на иностранные биржи. Мы видели, что ликвидность уходит на иностранные биржи, пытались заставить таких эмитентов хотя бы часть пакетов акций размещать внутри страны. Понимали, что это местный рынок не спасет, но, по крайней мере, даст хоть какой-то импульс, Кстати, выход на внешние рынки отечественных компаний стимулировал и прогрессивные изменения в законодательстве. И тот факт, что размещение ценных бумаг проходило одновременно и на внешнем и на внутреннем рынках способствовало внедрению лучших стандартов и практик иностранных бирж на отечественном рынке».*

Биржа со своей стороны старалась находить баланс между бременем регулирования и потребностью участников рынка. К примеру, для облегчения обязательств листинговых компаний по раскрытию информации на KASE была разработана и введена система is2in<sup>17</sup>.

*«Данная система в момент запуска была предназначена для обеспечения электронного документооборота между биржей и листинговыми компаниями в процессе раскрытия информации. Позднее она стала применяться и для раскрытия информации членами биржи – рассказывает вице-президент KASE **Наталья Хорошевская**, – Эта система позволила отказаться от обмена документами на бумажных носителях. Кроме того, раскрытие документов в электронном виде более удобно для контроля их качества и позволяет значительно сократить время от поступления документа на биржу до его раскрытия через сайт»<sup>18</sup>.*

И такими примерами поиска компромиссов наполнена вся история Казахской фондовой биржи.

## Первенец «Народного IPO»

Вторым значительным не только для KASE, но и для всей страны событием 2012 года на фондовом рынке стал старт государственной программы «Народное IPO». Ключевой задачей ее реализации, поставленной перед KASE, было вы-

полнение роли технического организатора подписки на акции первого участника программы – АО «КазТрансОйл» в абсолютно новом для биржи режиме.

Казахстанским финансовым консультантом ФНБ «Самрук-Қазына» по программе выбрали победившее в тендере АО «Казкоммерц Секьюритиз», которое в то время возглавляла Шолпан Айнабаева. «В процессе подготовки программы была проведена огромная работа по определению инвестиционной привлекательности и готовности к IPO дочерних компаний фонда, очередности их выхода на IPO, определены этапы образовательной программы для населения, начата работа по внесению необходимых поправок в законы и НПА. На мой взгляд, инициатива правительства по формированию класса частных инвесторов из населения была весьма полезной и социально значимой. И, несмотря на то, что впоследствии эта программа была закрыта, ее роль в вовлечение населения на фондовый рынок существенна, – вспоминает **Шолпан Айнабаева**. – Народное IPO отличалось от классического первичного размещения тем, что необходимо было разработать простые для понимания и социально справедливые для всех категорий физических лиц механизмы распределения акций. Нужно было подготовить технические системы к обслуживанию значительного количества инвесторов разом, а также провести масштабное road-show по регионам. В результате было проведено около 120 встреч по регионам. Эту часть точно не могли выполнить зарубежные консультанты, она целиком легла на плечи казахстанцев. По сбору заявок и проведению массовых одномоментных расчетов было найдено элегантное решение – использовать торговую систему Казахстанской фондовой биржи, что само по себе было нововведением, ведь при классическом IPO книгу заявок ведет консорциум консультантов, а расчеты эмитент проводит с каждым акционером напрямую через регистратора. Решение пойти через биржу значительно упростило работу брокерам и эмитенту и сделало процесс удобным и прозрачным».

Роуд-шоу АО «КазТрансОйл» охватило все регионы страны. Динамика интереса проявилась сразу. Например, в ноябре в ходе встреч с потенциальными инвесторами в Алматы, на тот момент Председатель Правления АО «ФНБ» «Самрук-Қазына» Умирзак Шукеев<sup>19</sup> сообщил, что с момента открытия подписки по итогам ее первого дня общая сумма заявок на акции компании составила 184,4 млн тенге. К ноябрю было зарегистрировано свыше 26 тысяч лицевых счетов розничных инвесторов, тогда как до этого за все годы деятельности отечественного фондового рынка их было менее 10 тысяч. Более того, на момент завершения подписки число открытых счетов достигло 52 тысяч.

В формировании книги заявок на покупку акций АО «КазТрансОйл» приняли участие 22 брокерские компании и 10 НПФ. Суммарный спрос более чем в два раза превысил предложение и составил 59,4 млрд тенге. По результатам подписки 100% заявок физических лиц в рамках максимально допустимого объема на человека (7 млн тенге) были удовлетворены. Объем неудовлетворенного спроса по заявкам, превышающим 7-миллионный лимит, составил 71,6 млн тенге.

Итоговое распределение акций выглядело следующим образом: акции на сумму свыше 22 млрд тенге были приобретены физическими лицами, НПФ приобрели ценные бумаги на сумму 5,7 млрд тенге, маркет-мейкер в целях исполнения обязательств по поддержанию ликвидности купил акции на сумму 157 млн тенге.

25 декабря 2012 года на KASE были открыты вторичные торги простыми акциями АО «КазТрансОйл». За неделю торгов бумаги выросли в цене до 837 тенге за акцию, что на 14% выше цены размещения (725 тенге). При этом многие игроки, включая пенсионные фонды, ожидая дальнейшего роста цены, увеличивали свои позиции сверх приобретенного при подписке объема. Акции АО «КазТрансОйл» стали одними из самых ликвидных на KASE. За все последующие годы эмитент акций платил своим акционерам большие дивиденды, тем самым подтверждая, что выбор пилотной компании для «Народного IPO» был верным. На середину ноября 2018 года цена акций АО «КазТрансОйл» находится в районе 1 330 тенге и лишь в 2015 году несколько раз ненадолго опускалась ниже цены размещения на IPO.

Успешное размещение акций АО «КазТрансОйл» было обусловлено проведением беспрецедентных мероприятий для всей инфраструктуры фондового рынка Казахстана. Для KASE это стало уникальным шансом поднять операционную деятельность на качественно новый уровень и подготовить свою инфраструктуру к дальнейшему развитию и последующим размещениям компаний. И биржа с этим вызовом успешно справилась – за все время проведения подписки на KASE не произошло ни одного технического или операционного сбоя.

В конце года, помимо размещения АО «КазТрансОйл», на KASE было проведено IPO мобильного оператора АО «Кселл», что дало рынку еще один интересный инструмент инвестирования. Этому предшествовала продажа



*Церемония торжественного открытия торгов простыми акциями АО «КазТрансОйл» на вторичном рынке KASE, 2012 год*

## ПРОГРАММА «НАРОДНОЕ IPO»

Программа вывода пакетов акций дочерних и зависимых организаций акционерного общества «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына» на рынок ценных бумаг (или проще – программа «Народное IPO») была утверждена постановлением правительства 8 сентября 2011 года №1027. Целью программы было заявлено обеспечение возможности для граждан Республики Казахстан приобрести акции ведущих отечественных компаний и способствование развитию казахстанского рынка ценных бумаг. Ее целевые индикаторы включали: размещение акций шести дочерних и зависимых компаний Фонда «Самрук-Қазына» в рамках «Народного IPO»; привлечение к участию в Программе не менее 160 000 физических лиц – граждан Казахстана; рост капитализации рынка акций Казахстанской фондовой биржи не менее чем на 5–20% к 2015 году от среднего показателя за 2011 год; привлечение не менее 500 млн долларов США в рамках размещения акций компаний Фонда до 2015 года.

Список компаний-кандидатов на первичное размещение был разбит на три эшелона по степени готовности к выходу на IPO: I эшелон (2–3 квартал 2012 года) включал АО «КазТрансОйл», АО «KEGOC» и АО «Air Astana»; II эшелон (2013 год) – АО «КазТрансГаз», АО «НМСК «Казмортрансфлот» и АО «Самрук-Энерго»; III эшелон (2014–2015 годы) – АО «НК «Қазақстан темір жолы» и АО «Қазтеміртранс». Кроме того, уже после 2015 года на IPO должны были выйти компании с высоким риском волатильности акций, такие как АО «НК «КазМунайГаз», АО «НАК «Казатомпром» и другие добывающие предприятия.

На первом этапе предпочтение отдавалось так называемым тарифным компаниям, результаты деятельности которых напрямую зависели от тарифов, устанавливаемых государством. Их деятельность в наименьшей степени была подвержена рыночным рискам, и поэтому акции именно таких компаний решено было продавать населению. Типичным представителем этой группы было АО «КазТрансОйл» – государственный монополист в сфере транспортировки нефти. Именно с него стартовала Программа осенью 2012 года. Первый опыт

продемонстрировал ряд положительных эффектов от «Народного IPO»:

- увеличение количества розничных инвесторов на фондовом рынке KASE – в размещении акций АО «КазТрансОйл» приняли участие 34 тысячи человек;
- появление возможности для населения инвестировать в стабильные компании и реальный сектор казахстанской экономики с соответствующими ожиданиями по дивидендным выплатам и росту курсовой стоимости ценных бумаг;
- повышение прозрачности государственных компаний, размещающих акции на организованном рынке, за счет полного раскрытия информации о своей деятельности посредством прохождения процедуры листинга на KASE и далее при осуществлении деятельности в качестве листинговых компаний;
- приобретение опыта вывода госкомпаний на фондовый рынок – положительный фактор для последующих размещений ценных бумаг казахстанских компаний государственно-го и частного секторов;
- практическое формирование инвестиционной культуры среди населения и повышение уровня финансовой грамотности;
- дополнительный инструмент диверсификации сбережений населения;
- повышение роли розничного сегмента в бизнес-практике финансовых компаний – членов фондового рынка.

Процесс подготовки к IPO следующих кандидатов потребовал больше времени, чем было запланировано, и следующее размещение – энергетической компании АО «KEGOC» состоялось только в конце 2014 года. К тому же, сказалось ухудшение макроэкономической ситуации и высокие девальвационные ожидания. Как результат, в четвертом квартале 2014 года целевые индикаторы Программы были изменены, и сроки ее реализации пролонгированы до 2022 года. В 2016 году в связи с принятием Комплексного плана приватизации на 2016–2020 годы Программа «Народного IPO» была поставлена на утрату.

национальным оператором связи АО «Казахтелеком» своей доли участия в ТОО «GSM Казахстан ОАО «Казахтелеком». В первом квартале 2012 года этот 49% пакет приобрел европейский телекоммуникационный холдинг TeliaSonera A.B. за 1 519 млн долларов США. После завершения сделки ТОО «GSM Казахстан ОАО «Казахтелеком» было реорганизовано в АО «Кселл» для последующей продажи до 25% простых акций путем первичного размещения на Казахстанской и Лондонской фондовых биржах.

Акции АО «Кселл» были включены в официальный список биржи по первой категории 29 ноября 2012 года. Одновременно с листингом простых акций АО «Кселл» на KASE, на Лондонской фондовой бирже прошли процедуру листинга глобальные депозитарные расписки, базовым активом которых стали простые акции АО «Кселл». Ценовой диапазон для акций компании был установлен между 10,5 и 13,0 долларов США для глобальных депозитарных расписок, а стоимость простых акций на начало торгов составляла 1 578,68 тенге за штуку. В ходе проведения подписки и специализированных торгов по простым акциям АО «Кселл» на биржевом рынке KASE удалось привлечь 7,5 млрд тенге (9,44% от общего объема предложения).

С большим интересом ГДР казахстанского мобильного оператора были встречены и на лондонской площадке, где их стоимость буквально за день поднялась с начальных 10,5 до 11,24 долларов США за одну расписку. В итоге «Кселл» стал победителем в номинации «Лучшее IPO в Центральной и Восточной Европе» в 2012 году по версии журнала EMEA Finance, а также был награжден за лучшую программу депозитарных расписок.

Дуплет IPO частной и квазигосударственной компаний на KASE стал существенной поддержкой для казахстанского биржевого рынка акций. Бумаги АО «Кселл» и АО «КазТрансОйл» были включены в представительский список Индекса KASE, увеличивая тем самым его репрезентативность.

В 2012 году новые инструменты появились и в секторе негосударственных долговых обязательств. На биржу были выведены облигации международной финансовой организации – Евразийского банка развития. Состоялся анонсированный в начале года дебютный выпуск исламских ценных бумаг казахстанского эмитента – облигаций сукук «аль-Мурабаха» Банка развития Казахстана. Эти бумаги размещались одновременно на рынках Казахстана и Малайзии. На долю казахстанских инвесторов пришлось 38% общего объема выпуска.

## Конъюнктура диспропорций

Общие результаты биржевой торговли в 2012 году оказались неутешительными. Объем торгов уменьшился по сравнению с 2011 годом на 6,7%, а в пересчете на доллары США – на 8,3%. Вновь сказались диспропорции в структуре торговли по секторам: рост активности биржевой торговли акциями (+28,4%) и корпоративными облигациями (+6,4%), с легкостью был перечеркнут негативной динамикой в сегментах иностранных валют и операций репо, на которые пришлось 52,1% и 41,3% всего биржевого оборота.

Причиной падения объемов на валютном рынке послужило снижение курсовых колебаний тенге относительно доллара США и снизившаяся доля участия Национального Банка. Банки второго уровня были традиционно активны. В итоге, торговый оборот в секторе за 2012 год составил 14,3 трлн тенге (в том числе – 65% – спот, 35% – своп), что было ниже показателей годом ранее: 15,6 трлн тенге (76% – спот, 24% – своп). Тенге против доллара США ослаб на 1,58%. А последняя сделка года на основной валютной сессии была заключена на уровне 150,80 тенге.

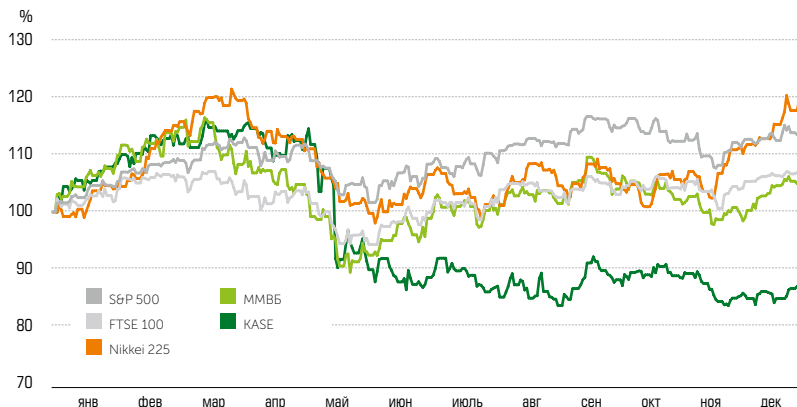
Некоторую турбулентность, испытывал денежный рынок. Здесь ставки овернайт в отдельные периоды превышали 20% годовых. Сегмент автореп-по с ГЦБ был подвержен снижению активности со стороны крупных игроков. И если максимальный объем по операциям репо за месяц в 2011 году достигал 1,5 трлн тенге, то аналогичный показатель 2012 года не превышал 1,2 трлн тенге. Индикатор KazPrime–3М (KZT), отражающий стоимость межбанковских трехмесячных депозитов, вырос с 2 до 4% годовых, а индикаторы стоимости более коротких денег – TWINA и TONIA – с 1,10 до 2,70% годовых и с 0,94 до 1,55% годовых соответственно.

На рынке акций конъюнктура формировалась преимущественно под воздействием местных факторов, причем несмотря на рост оборотов торговли, казахстанские акции в основном снижались в цене.

Два позитивных всплеска отмечались, когда произошла выплата «экстраординарного дивиденда» по акциям АО «Казахтелеком», связанного с продажей компанией своей доли в ТОО «GSM Казахстан». Второй период – конец года, когда на вторичном рынке KASE были открыты торги простыми акциями АО «КазТрансОйл» и АО «Кселл». В результате декабрьские обороты в этом секторе выросли по сравнению с ноябрем более чем в 17 раз!

В целом по итогам года Индекс KASE снизился на 12,3%. В очередной раз сказалась слабая диверсификация представительского списка индекса. «Лидерами» падения оказались простые акции Eurasian Natural Resources Corporation

### ИЗМЕНЕНИЕ ОСНОВНЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ В 2012 ГОДУ





Plc (-52,6%), АО «Казакхтелеком» (-32,9%) и АО «Казкоммерцбанк» (-31,6%). Рост в 2012 году показали простые акции АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана» – 18,5% и 41,3% соответственно. Общая капитализация рынка акций на конец года составила 37,9 млрд долларов США, снизившись на 12,5%.

В третьем квартале года произошло изменение правил, регламентирующих первичный рынок ГЦБ. С 15 июля постановлением Правления НБРК право покупать на биржевом рынке казначейские обязательства Министерства финансов было оставлено за НПФ, КУПА, БВУ и страховыми компаниями, осуществляющими деятельность по страхованию жизни. Брокерские компании и их клиенты были отсечены от этого сегмента. Такое решение в КФН объяснили необходимостью пресечь манипуляционные сделки, усилить контроль за использованием и распространением инсайдерской информации, а также нивелировать риски достаточности капитала для обеспечения заявок участников первичных торгов.

Вместе с тем объем биржевых размещений казначейских обязательств в 2012 году достиг исторического максимума – 1,1 трлн тенге, увеличившись на 58% относительно предыдущего года. В четвертом квартале 2012 года Министерство финансов привлекло свыше 409 млрд тенге. Суммарная номинальная стоимость находящихся в обращении ГЦБ увеличилась за год на 18,8% до 3,1 трлн тенге.

На фоне уже имевшейся низкой активности сегмента, вызванной реформированием пенсионной системы, ликвидность на вторичном рынке государственных облигаций оказалась под дополнительным давлением. При этом объем сделок вторичного рынка ГЦБ сократился вдвое до 230,1 млрд тенге.

Рынок корпоративных облигаций также был подвержен регуляторным изменениям, но уже со знаком плюс. В частности, был введен запрет на внебиржевые размещения листинговых облигаций. В результате, по итогам года объем торгов корпоративными облигациями на KASE вырос на 18,7 млрд тенге (+6,4%) и составил 313,2 млрд тенге – максимальное значение за последние три года. При этом капитализация рынка корпоративных облигаций за год снизилась на 21,4% до 31,5 млрд долларов США.

В целом на рынке в течение года наблюдалась противоречивая картина. По заключению аналитиков биржи это стало следствием общей рыночной конъюнктуры, отражением экономических показателей, операционных рисков публичных компаний, а также специфичных казахстанских риск-факторов, таких как, например, изменения в регулировании и снижение активности профессиональных игроков.

\* \* \*

Период 2010–2012 годов стал временем извлечения уроков и для участников рынка, и для регуляторов. С учетом вовлеченности Казахстана в глобальный рынок никто с уверенностью не мог сказать, действительно ли выпущены все «стрелы» кризиса 2008 года. Даже когда казалось, что кризисный цикл позади. В этой ситуации настрой на улучшение риск-менеджмента, модернизацию процессов и оптимизацию затрат был, наверное, единственно оправданным. И это был тот багаж, с которым биржа шагнула в 13-й год нового тысячелетия.

## ПРОЕКТ «БИРЖЕВОЙ СИМУЛЯТОР»

Обучающий конкурс «Биржевой симулятор» был официально запущен Информационным агентством финансовых рынков «ИРБИС» 29 июля 2008 года на основании договора, подписанного между агентством, KASE и Казахстанско-британским техническим университетом (КБТУ). Первые учебные торги прошли в 2008 году, в два этапа, среди 49 студентов КБТУ и Казахстанского института менеджмента, экономики и прогнозирования (КИМЭП). Технологии того времени, не позволяли проводить торги удаленно, поэтому они проходили в зале торгов KASE. Победители получили сертификаты и возможность прохождения неоплачиваемой практики на KASE.

Осенью 2011 года появилась возможность проводить торги удаленно, посредством торгового терминала STrade. Это позволило расширить число участников «Биржевого симулятора» до 29 команд из 145 студентов 5 вузов. Позже формат конкурса изменили на индивидуальный, появились первые призы: победителю была вручена электронная книга.

Весной 2012 года был разыгран призовой фонд размером 350 000 тенге (командные и индивидуальные номинации). Эта практика была использована и в дальнейшем. Помимо денег, партнеры и спонсоры проекта предоставляли альтернативные варианты награждения наилучших участников.

С 2017 года в рамках конкурса появилась возможность заключать сделки используя смартфон. В 2018 году совместно с финансовыми компаниями – партнерами проекта принято решение в качестве призов обеспечить победителям конкурса гарантированную оплачиваемую стажировку, что позволило расширить список победителей.

В общей сложности за 10 лет существования проекта в учебных торгах приняли участие более 5 700 студентов из 80 вузов Казахстана, а также студенты из Турции, стран Юго-Восточной Азии и Великобритании. В 2017 году на игры зарегистрировалось 1 509 студентов, в 2018-м – 1 290. Общий разыгранный за 10 лет призовой фонд превысил 5 млн тенге.



## ШТАБ-КВАРТИРЫ KASE

В истории KASE было несколько официальных адресов. Первый из них, биржа получила в 1993 году, арендовав первый этаж жилого дома по ул. Сатпаева, 37а. Самым большим помещением был зал торгов, из которого можно было попасть в кабинет программистов. Структура биржи также включала Отдел торгов, Расчетную палату, Отдел анализа, юристов и бухгалтерию.

В сентябре 1994 года биржа въехала на 6 этаж здания Министерства автомобильных дорог, располагавшееся по адресу ул. Гоголя, 86 (сегодня – бизнес-центр «Казжол»). Торговый зал организовали в коридоре в открытом холле, а в большом конференц-зале, где проходили заседания Биржевого совета, начали собирать библиотеку.

Летом 1996 года биржа переехала в здание Национального Банка Республики Казахстан, по адресу мкр. Коктем-3, 21. Здесь впервые у биржи появился полноценный торговый зал, где были установлены столы с перегородками с отдельными компьютером и телефоном для каждого участника торгов. Рабочие места маклеров находились на отдельном подиуме, а отдел информации и анализа располагался в последнем ряду торгового зала.

В марте 1998 года биржа переехала в здание НКЦБ по адресу Айтеке би, 67. Офис

располагался на первом этаже, где ранее проходили заседания Верховного суда, а торговый зал обустроили в бывшем кинозале. Слаженные действия работников биржи, включая всех членов правления, позволили перевезти и установить все основное торговое оборудование, выполнить монтаж и разводку локальной сети и полностью оборудовать серверную комнату всего за 3 выходных дня. В итоге торги в новом помещении были продолжены без нарушения ежедневного графика сессий.

С 2 июля 2007 года часть подразделений биржи (Правление, Юридический отдел, Департамент листинга, Департамент информации и анализа, Общий отдел) переехал в новое здание по адресу пр. Достык, 291/3. Бухгалтерия, Расчетная палата, Департамент торгов, Департамент программного обеспечения остались на Айтекеби, 67. Так в обиходе биржевиков появились понятия «верхний офис» и «нижний офис» в лучших традициях Алматы. Здание верхнего офиса было построено по итальянскому проекту и было очень красивым. Благодаря своему цвету оно назвалось Красным домом.

С 14 ноября 2011 года основной офис биржи общей площадью более 3 тыс. м<sup>2</sup> официально находится в северной башне Almaty Towers по адресу Байзакова, 280.





中國銀行  
BANK OF CHINA

KASE



KASE

Ring the Bell  
for Gender Equality



Глава 6

# ВРЕМЯ ВЫЗОВОВ И ТРАНСФОРМАЦИЙ

НА ПУТИ К НОВОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ  
РЕФОРМА ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ:  
ОДИН ВМЕСТО МНОГИХ  
«НАРОДНОЕ IPO»: ЖИЗНЬ ПОСЛЕ СТАРТА  
ЧЕТЫРЕ ВАЖНЫХ ШАГА К ПОВЫШЕНИЮ ЛИКВИДНОСТИ  
МЕНЯЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО  
В СТРЕМЛЕНИИ К МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ

## Глава 6.

# ВРЕМЯ ВЫЗОВОВ И ТРАНСФОРМАЦИЙ

Период 2013–2015 годов для KASE, как и для всего финансового рынка Казахстана, стал временем вызовов и трансформаций. Переход к новой денежно-кредитной политике, отказ от фиксированного курса национальной валюты, реформа пенсионной системы и, как следствие, изменение структуры инвесторов, внешние шоки на сырьевых рынках и ухудшение геоэкономической ситуации. Все это требовало гибкой адаптации к новой реальности, полной мобилизации накопленного опыта и ресурсов, получения новых компетенций и поиска нестандартных решений. Даже в этих непростых условиях биржа не только удержалась на плаву, но и добилась новых рекордов и побед.

## НА ПУТИ К НОВОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Начало 2013 года выглядело обнадеживающе. Хотя развитие экономики Казахстана по сравнению с темпами 2010 и 2011 годов существенно замедлилось – прирост ВВП составил 4,8% по сравнению с 7,3% и 7,4%, соответственно, зато инфляция не просто не вышла из намеченного коридора (6–8%), но и удержалась у его нижней границы – 6%. Развитию реального сектора помогли низкие рыночные ставки, поскольку с 6 августа 2012 года официальная ставка рефинансирования НБРК была установлена на историческом минимуме – 5,5%. Одним из факторов роста деловой активности в 2012 году стало расширение совокупного спроса в экономике, связанное с нарастанием кредитной активности банковского сектора и увеличением денежных доходов населения. В целом объем кредитов банков экономике увеличился на 13% и достиг 9 958 млрд тенге (66,3 млрд долларов США).

Дальнейшее развитие финансового сектора требовало более эффективно регулирования ликвидности. Инструментарий Национального Банка в этой сфере на тот момент был довольно ограничен – для изъятия ликвидности он эмитировал краткосрочные ноты и привлекал депозиты, а для ее предоставления использовал займы рефинансирования и операций репо. В связи с этим регулятор начал вводить изменения в систему денежно-кредитной политики.

Еще в 2012 году из структуры резервных активов БВУ были исключены касса и корреспондентские счета в иностранной валюте, а основным перспективным направлением на 2013 год стало поэтапное внедрение нового трансмиссионного механизма. На первом этапе в рамках пилотного проекта были возобновлены операции Национального Банка в секторе автоматического репо на KASE, проведение которых было приостановлено еще в 2005 году. Что, кстати, усиливало роль Казахстанской фондовой биржи в общем развитии экономики страны.

С целью построения кривой доходности Нацбанк совместно с Минфином приняли решение проводить работу по повышению ликвидности государственных ценных бумаг, доходность которых должна была стать бенчмарком на рынке денег для сопоставимых по срокам инструментов. Кроме того, финансовый регулятор продолжил долгосрочное формирование собственного портфеля ГЦБ, выкупая их у участников на вторичном рынке, а в арсенал своих операций на открытом рынке собирался включить аукционы по покупке ценных бумаг с обратной продажей.

Коридор процентных ставок НБРК тоже менялся: было заявлено, что основным ориентиром при проведении процентной политики будут ставки на денежном рынке. Более того, уже в 2013 году регулятор в качестве перспективы обозначил новый ориентир при проведении процентной политики – базовую ставку с пределами допустимых отклонений, которая должна была рассчитываться на основе операций со сроком 7 дней. Все эти новшества должны были активизировать кредитный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и снизить значимость канала валютного.

Как рассчитывали в Национальном Банке, это будет способствовать не только снижению долларизации экономики, волатильности процентных ставок и спекулятивной составляющей на денежном рынке, но и, как следствие, повышению гибкости и эффективности регулирования ликвидности.

*Представляя планы Нацбанка его глава Григорий Марченко 19 марта 2013 года в ходе традиционной он-лайн конференции<sup>1</sup> заявил, что на валютном рынке «будет поддерживаться режим управляемого плавления тенге при минимальном вмешательстве Национального Банка. При этом объем валютных интервенций, проводимых Национальным Банком, по мере развития трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики будет снижаться. Таким образом, влияние регулятора на динамику валютного рынка в перспективе будет сведено к минимуму».*

## Укращение слухов

Однако на деле все было сложнее. Уже в начале лета 2013 года в Казахстане значительно активизировалась тема девальвации. И хотя специалисты пытались убедить всех в обратном, говорили об отсутствии фундаментальных факторов (цены на казахстанское сырье держались на относительно высоких уровнях),

рынок пришел в нервное движение. За 24 июльских дня биржевой курс тенге к доллару США снизился с 151,65 до 153,17. По тем временам это было необычно много. Аналитики связали это с ослаблением рубля, который с начала года обесценился на 8%, а также с исчерпанием потенциала конкурентоспособности тенге, который был заложен предыдущей 25% корректировкой курса в 2009 году.

*В ход пошли вербальные интервенции: несмотря на «мертвый» сезон в деловой жизни, глава Нацбанка Григорий Марченко в начале августа заявил, что никаких внутренних и внешних причин для девальвации в настоящее время нет. «После того, как была проведена девальвация 4 февраля 2009 года, такие волны и слухи были 19 раз, – подсчитал банкир. – У нас более чем достаточно ресурсов и никакой резкой, обвальной девальвации никто не планирует, и делать не собирается»<sup>2</sup>.*

Начиная с 6 августа, действительно наметилась стабильная тенденция роста обменного курса тенге к доллару – за 20 дней национальная валюта укрепилась на 1,1%. Но рынку это уже не казалось убедительным. Здесь четко прослеживалась «рука» регулятора – только в июле для поддержания тенге Национальным Банком было продано 2,65 млрд долларов США из своих активов<sup>3</sup>. И тревожные ожидания на рынке валют только укрепились. Резкое и существенное ухудшение состояния платежного баланса по итогам второго и третьего кварталов 2013 года усилило девальвационное давление и рост долларизации экономики.

2 сентября регулятор заявил о переходе к использованию механизма привязки тенге к мультивалютной корзине, состоящей из доллара США (70%), евро (20%) и российского рубля (10%), что должно было постепенно снизить роль американской валюты на внутреннем рынке и во внешнеэкономической деятельности, уменьшив спекулятивные настроения на рынке.

В октябре Григория Марченко на посту главы Национального Банка сменил Кайрат Келимбетов, которому практически сразу пришлось выступить с официальным заявлением о сохранении проводимой денежно-кредитной политики, отсутствии на текущий момент объективных предпосылок для ее изменения, стабильности ситуации на валютном рынке.

Но, как представляется, рынок не воспринял словесные увещания. К примеру, на KASE активизировались сделки с однодневными и двухдневными свопами, особенно во второй половине 2013 года, так как банки предпочитали не укорачивать свою валютную позицию даже при относительно высокой потребности в тенге. Объем сделок открытия валютных свопов достиг 9 трлн тенге (61,6 млрд долларов США), продемонстрировав рост на 80,7% по отношению к 2012 году, тогда как спот-рынок увеличился лишь на 0,2%. В течение 2013 года спрос со стороны банков на операции по изъятию тенговой ликвидности (выпуск краткосрочных нот и привлечение депозитов) постепенно сокращался. Объем нот в обращении в декабре 2013 года по сравнению с декабрем 2012 года уменьшился в 52 раза до 3,6 млрд тенге. Одновременно наблюдалось сжатие рынка ГЦБ – объем торгов на первичном рынке умень-



шился за год на 8% – до 982,5 млрд тенге. Ликвидность на вторичном рынке снижалась гораздо быстрее: здесь объем торгов не превысил 191,5 млрд тенге, продемонстрировав падение по отношению к 2012 году на 16,8%.

Не жаловали своим вниманием тенговые инструменты и рядовые казахстанцы – объем-нетто покупок валюты населением в 2013 году составил 2,199 трлн тенге, а доля депозитов в иностранной валюте выросла с 29,8% до 37,4%. Обменный курс тенге поддерживался значительными интервенциями со стороны Национального Банка, что привело к серьезному сокращению его золотовалютных активов по итогам 2013 года: на 12,6% до 24,7 млрд долларов США.

Не случайно, представляя свой достаточно позитивный прогноз по развитию экономики стран Кавказа и Центральной Азии, аналитики МВФ подчеркнули, что фактором, усугубляющим уязвимость финансового сектора Казахстана, является широко распространенная долларизация, «которая не только ослабляет механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики, но и вызывает уязвимость банковской системы в случае возможных сильных колебаний обменных курсов»<sup>4</sup>.

## Шоки валютные и сырьевые

И все же в целом 2013 год для экономики оказался успешным. ВВП Казахстана вырос в реальном выражении на 6%, активы банковского сектора увеличились на 11,4% до 15,5 трлн тенге, а пенсионные накопления – на 17,3% до 3,7 трлн тенге. При этом инфляция достигла минимального значения с 1999 года в 4,8% годовых. Но долларизация (де-факто сигнализирующая о девальвационных ожиданиях), о которую «споткнулся» Национальный Банк при реализации ДКП в 2013 году, продолжила нарастать и в начале 2014-го. Официальный курс доллара на конец января составил 155,5 тенге за доллар, зафиксировав ослабление тенге за месяц на 0,9%, несмотря на продолжающиеся интервенции со стороны регулятора (нетто-продажи в объеме 1,9 млрд долларов США)<sup>5</sup>. Учитывая, что по итогам предыдущего года дефицит счета текущих операций уже сложился на уровне 117,8 млн долларов США (против профицита в 1,1 млрд долларов США в 2012-м), регулятор сдался, и девальвация тенге, о неизбежности которой активно говорили всю вторую половину предыдущего года и весь январь 2014-го, все же стала реальностью.

11 февраля 2014 года Национальный Банк объявил о решении отказаться от поддержки обменного курса тенге на прежнем уровне, снизить объемы валютных интервенций и сократить вмешательство в процесс его формирования. «Национальный Банк предполагает, что новый уровень обменного курса будет находиться около 185 тенге за доллар США»<sup>6</sup>, – говорилось в официальном заявлении НБРК. В числе причин и мотиваций своего решения Нацбанк назвал высокие девальвационные ожидания в экономике Казахстана и усиление спекулятивных операций, неопределенность относительно обменного курса российского рубля, а также планировавшийся переход к инфляционно-таргетированию.

Глава Нацбанка **Кайрат Келимбетов** сообщил на пресс-конференции в день девальвации: «В дальнейшем изменения обменного курса могут происходить как в сторону ослабления, так и в сторону укрепления, что будет определяться ситуацией в мировой экономике. Это значит, что курс будет колебаться от 182 до 188 тенге в течение года. То есть тенге будет как снижаться, так и укрепляться, если экономика будет показывать хорошие результаты. Поэтому я бы предостерег спекулянтов делать какие-то однозначные выводы. Мы будем этот курс поддерживать»<sup>7</sup>.

Национальный Банк установил коридор колебаний курса тенге по отношению к доллару США от нового уровня 185 тенге за доллар США плюс/минус 3 тенге и продолжил политику сглаживания резких скачков и краткосрочной волатильности обменного курса. Кроме того, был введен предел отклонения курса покупки от курса продажи иностранной валюты за тенге по операциям, проводимым через обменные пункты: по доллару США – 2 тенге, по евро – 3 тенге.

Как полагал регулятор, впредь потенциал спекулятивных девальвационных ожиданий был исчерпан, и Национальный Банк мог сосредоточиться на выстраивании кредитной процентной политики. Биржа со своей стороны активно участвовала в развитии инструментов ДКП. В течение 2014 года была обновлена и расширена линейка биржевых индикаторов. Были изменены индексы корпоративных облигаций в части алгоритма их расчета и критериев формирования представительского списка. Кроме того, по просьбе Национального Банка были запущены индикаторы доходности операций валютного свопа и MM Index (money market index) – индикатор биржевого рынка коротких денег, представляющий собой средневзвешенное значение процентных ставок (доходности) по однодневным операциям валютного свопа USD/KZT и операциям автоматического репо «овернайт» с ГЦБ.

Разгон инфляции, вызванный корректировкой курса тенге, благодаря совместным усилиям правительства и Национального Банка уже к апрелю удалось обуздать и по итогам года она составила 7,4%, что соответствовало целевому коридору в 6–8%. Но это оказалось едва ли не единственным достижением ДКП в 2014 году. Уже начиная со второй его половины внешние факторы вновь поставили на повестку дня вопросы обеспечения стабильности финансовой системы, борьбы с долларизацией и защиты валютного курса.

Введение санкций против России – крупнейшего торгового партнера Казахстана, участника Таможенного союза и Единого экономического пространства, привели к повышенной волатильности обменного курса рубля и в целом – к ухудшению ситуации в российской экономике. Действие этого фактора было усилено резким и масштабным снижением мировых цен на нефть, которое по итогам года достигло 50%. Центральный банк России отказался от проведения валютных интервенций и объявил о переходе к инфляционному таргетированию, что вылилось в 60-процентное обесценение рубля к доллару США.

У населения и бизнеса Казахстана резко выросли ожидания следующей одномоментной «корректировки». Люди и организации начали «переворачи-

вать» свои депозиты из тенге в доллары США. Поток людей хлынул в Россию, чтобы на разнице курсов купить резко подешевевшие товары. Все это усилило давление на платежный баланс, валютные резервы, и, соответственно, на фиксированный курс тенге.

С падением спроса на тенговые активы денежная база сократилась до рекордно низкого уровня. Рост коротких позиций по тенге привел к учащению кризисов ликвидности, во время которых стоимость самых коротких денег выражалась трехзначными числами.

На фоне продолжающейся долларизации (удельный вес тенговых депозитов в банках к концу 2014 года упал до 32,5%) наблюдалось снижение среднего дневного объема операций на рынке биржевого репо на 7% по сравнению с показателем предыдущего года, тогда как обороты на рынке биржевого валютного свопа увеличились на 67%. Это свидетельствовало о большей доступности долларов США в качестве обеспечения для операций банков по заимствованию ликвидности в национальной валюте. Даже долгосрочная тенговая ликвидность, которую Национальный Банк начал предоставлять банкам для кредитования экономики с июля 2014 года под залог доллара США через операции валютно-процентного свопа, часто использовалась банками для хеджирования рисков по своим обязательствам и выплескивалась на валютный рынок.

В результате объем торгов иностранными валютами на KASE почти удвоился за год, составив 33,8 трлн тенге. Согласно статистике биржи, объем своп-операций вырос на 97,2% – до 17 744,2 млрд тенге, а объем спот-рынка увеличился на 70,9% – до 16 026 млрд тенге.

Негативные курсовые ожидания ограничивали трансформацию коротких денег в длинные, что в итоге отразилось на сокращении операций банков по тенговому кредитованию экономики.

Потеря конкурентоспособности казахстанских экспортеров после глубокого падения цен на нефть и металлы в условиях фиксированного курса национальной валюты привела к снижению прироста ВВП страны до уровня 4,3%, что стало самым слабым показателем за последние 5 лет. И рассчитывать на изменение внешней конъюнктуры не приходилось. В марте 2015 года Европейский банк реконструкции и развития пересмотрел свой прогноз по росту ВВП Казахстана в 2015 году, снизив его с 5,1% до 1,5%. Как подчеркивалось в заявлении, ЕБРР оценивает всю «серьезность рисков и новую сложившуюся реальность»<sup>8</sup>.

## Рубикон перейден

К началу 2015 года потеря доверия к тенге привела к демонетизации и обострила риски ликвидности казахстанских обрабатывающих предприятий и бизнеса в целом. Тенге «застрелили» на финансовом рынке и не доходили до реального сектора. Те банки, которые имели доступ к ликвидности через продажу своих облигаций ЕНПФ или благодаря объемному портфелю ГЦБ, отдаваемых под залог на репо, предоставляли тенге другим банкам на свопах.

Такие операции были объемными, совсем короткими, практически безрисковыми и очень доходными. Поэтому какая-либо мотивация кредитовать экономику у банков полностью отсутствовала.

*Последний фактор оказался столь весомым, что на одном из апрельских совещаний Председатель Президиума НПП РК «Атамекен» Тимур Кулибаев, обращаясь к НБРК спросил: «Нацбанк собрал всю длинную ликвидность в стране: у вас и ЕНПФ, и Нацфонд. Вся ликвидность только у вас в руках! Где еще можно взять ликвидность? Если финансовая система не запустится, то все задачи, которые стоят перед нами по диверсификации экономики, будут просто нерешаемыми вопросами»<sup>9</sup>.*

В этой связи в начале года Национальный Банк совместно с правительством объявили о «Плане мероприятий по снижению уровня долларизации экономики Казахстана на 2015–2016 годы». Он включал три основных стратегических направления: обеспечение макроэкономической стабильности; развитие безналичных платежей и сокращение теневого оборота; приоритет национальной валюты над иностранной.

А уже в мае Нацбанк сообщил об одобрении новой денежно-кредитной политики до 2020 года, которая была разработана в соответствии с поручением Главы государства. Новая ДКП предполагала внедрение режима инфляционного таргетирования как наиболее оптимального на текущем этапе развития. По сути, речь шла о том, что курсовая политика Нацбанка нацеливалась на поддержание цели по инфляции, которая к 2020 году должна будет снизиться до 4%.

На традиционный документ мало кто обратил внимание, хотя в нем были обозначены принципиальные направления новой политики Нацбанка. Они стали понятны широким массам только после 20 августа 2015 года, когда регулятор объявил о переходе на свободный плавающий курс и ввел базовую ставку, принципиально повысив ее значимость. Валютный коридор был отменен. Практически сразу официальный курс доллара США на KASE вырос с 188 до 255,26 тенге. Казахстанская валюта вмиг просела на 26%. В течение следующих четырех месяцев обменный курс был крайне волатильным, а тенге потерял более половины стоимости в долларовом выражении. Из средств Национального фонда и золотовалютных активов НБРК в этот период было продано более 5 млрд долларов США, а доля участия регулятора на рынке достигала 60%<sup>10</sup>.

Как было сказано выше, в рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования Национальный Банк объявил о введении базовой ставки – целевом значении таргетируемой краткосрочной ставки денежного рынка, выбранной для достижения цели денежно-кредитной политики по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде. Ею стала однодневная ставка репо, которая была установлена на уровне 12% годовых. Она была введена 2 сентября 2015 года. Но уже через месяц, 2 октября регулятор решил повысить базовую ставку до 16% годовых. При этом ставка по предоставлению ликвидности банкам составила 17% годовых, а по ее изъятию – 15% годовых.

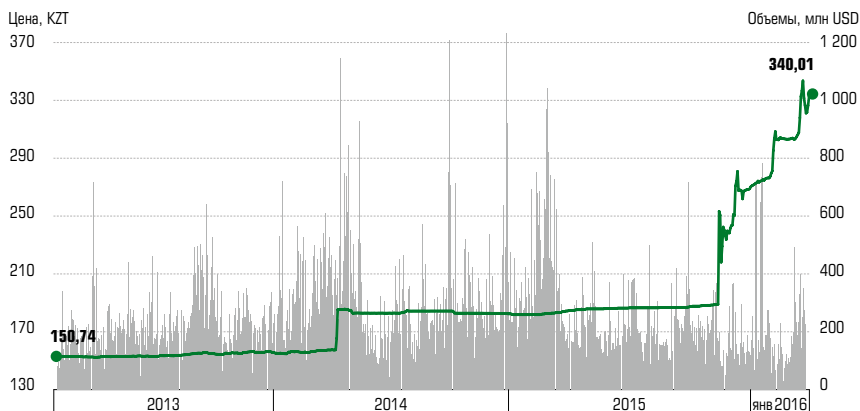
Кроме того, Национальный Банк принял решение сузить коридор процентных ставок до  $\pm 1$  п.п. для снижения волатильности процентных ставок денежного рынка и предоставления четких сигналов рынку.

Но для того, чтобы эта система заработала в полной мере, прежде всего нужно было вернуть доверие населения и бизнеса к самому регулятору и финансовой системе, синхронизировать ставки репо и своп, а также охладить «горячие головы» валютных спекулянтов и доморощенных кэрри-трейдеров. Именно на этой задаче акцентировал внимание Глава государства, представляя в ноябре нового Председателя Национального Банка Данияра Акишева. И одним из первых заявлений, которое сделал Нацбанк после прихода нового руководителя, стало объявление о сокращении своего участия на внутреннем валютном рынке для сохранения резервов. «Дальнейшая динамика обменного курса тенге будет формироваться под воздействием факторов, определяемых в основном динамикой ценовой ситуации на мировых финансовых и товарных рынках», – пообещали в Нацбанке. При этом регулятор временно отошел от ранее заявленных обязательств по поддержанию коридора процентных ставок в определенном диапазоне, отказавшись безусловно предоставлять тенговую ликвидность банкам до тех пор, пока ситуация на валютном рынке не стабилизируется.

Итоги 2015 года показали, что рынок, похоже, поверил Национальному Банку. По данным KASE, объем торгов иностранными валютами снизился на 22,4% с 16 трлн тенге в 2014 году до 12,4 трлн тенге, из которых более 99% пришлось на торги долларом США за тенге.

Но до стабилизации ситуации на рынке денег было далеко. Объемы операций репо в 2015 года выросли в 2,1 раза до 23,2 трлн тенге. Основной объем торгов приходился на репо «овернайт» под залог ГЦБ. Доля операций с

### ДИНАМИКА КУРСА USD/KZT И ОБЪЕМ ТОРГОВ ДОЛЛАРОМ США В 2013–2015 ГОДАХ



авторепо ГЦБ возросла до 99,6%, из которых доля репо «овернайт» составила 83,7%. Наибольшая активность на рынке репо отмечалась в октябре 2015 года, когда объем торгов здесь превысил 4 трлн тенге, а разница ставок между репо и свопами была очень большой. В этот период были сравнительно низкие и стабильные ставки TONIA (16,78% годовых) и TWINA (16,86% годовых), что было обусловлено поддержкой ЕНПФ. Но по мере снижения участия фонда, TONIA и TWINA демонстрировали «взрывную» волатильность, достигнув пиковых отметок 21 декабря: 317,95% годовых и 182,75% годовых, соответственно. Значительно прибавили в объемах операции валютного свопа: с 17,7 трлн тенге в 2014 году до 53,8 трлн тенге. Ставка доходности по однодневным свопам достигла рекордной отметки – 389,8% годовых. Примечательной особенностью сентября – ноября 2015 года был очень высокий спрэд между ставками однодневного валютного свопа и репо «овернайт». Ставки репо, как правило, были значительно ниже, и банки, имевшие возможность привлекать тенговую ликвидность под залог ГЦБ, с удовольствием предоставляли ее на свопах другим банкам, которые по той или иной причине не могли получить ее на репо.

Все это свидетельствовало о том, что оба сегмента денежного рынка – репо и валютного свопа – работали в условиях острого дефицита тенге, который восполнялся Национальным Банком и ЕНПФ через предоставление ликвидности банкам по каналам репо- и своп-операций. И дефицит этот эффективно использовался несколькими банками для получения значительной прибыли при работе с инструментами денежного рынка. Реальному сектору доставалось очень мало.

## РЕФОРМА ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ: ОДИН ВМЕСТО МНОГИХ

Еще одним знаковым событием периода 2013–2015 годов, которое серьезно изменило расстановку сил на фондовом рынке Казахстана, стала национализация всех накопительных пенсионных фондов и создание на базе их активов Единого накопительного пенсионного фонда. Соответствующее поручение Глава государства Нурсултан Назарбаев озвучил 23 января 2013 года в ходе расширенного заседания правительства, подчеркнув, что такая консолидация, управляемая Национальным Банком, позволит более эффективно и безопасно распорядиться накоплениями граждан.

О необходимости реформирования пенсионной системы и решения назревших в ней проблем в Казахстане к тому моменту говорили уже давно. В прессе часто обсуждались вопросы низкой доходности НПФ, не покрывающей уровень инфляции, а значит, не обеспечивающей должным образом сохранность накоплений вкладчиков. При этом подчеркивалось, что топ-менеджеры некоторых пенсионных фондов назначают себе высокую заработную

плату, завышают административные расходы и неэффективно управляют доверенными им средствами.

Критика эта была во многом обоснована, тем не менее, решение об объединении оказалось неожиданным для многих участников накопительной пенсионной системы, поскольку до этого активно обсуждалась ее модернизация с сохранением частных фондов.

В качестве преимуществ создания ЕНПФ в Национальном Банке называли, во-первых, снижение операционных расходов, связанных с учетом и хранением пенсионных активов, административных расходов. Соответственно, уровень комиссионных вознаграждений в едином фонде можно будет сократить как минимум вдвое. Во-вторых, устранение риска совершения сделок с аффилированными лицами, имевших место в некоторых фондах в докризисный период, по которым были понесены убытки. И, в-третьих, при создании ЕНПФ прекратится злокачественная миграция вкладчиков из одного фонда в другой, что вызывало снижение общей эффективности системы.

Глава НБРК Григорий Марченко на встрече со СМИ 6 февраля 2013 года озвучил ключевые принципы объединения: государственные гарантии будут распространяться на накопления в ЕНПФ; система индивидуальных пенсионных счетов не меняется, и все те сбережения, которые находятся на счетах, сохраняются. Частным фондам были предложены три варианта: преобразоваться в управляющие компании; преобразоваться в пенсионные фонды, которые будут работать с добровольными пенсионными накоплениями; продать активы, получить свои деньги, а затем – добровольная ликвидация и уход с рынка.

В свою очередь, заместитель премьер-министра **Кайрат Келимбетов**, в интервью информационному агентству «Интерфакс-Казахстан» в феврале 2013 года заявил, что государство, которое в конечном счете несет ответственность перед пенсионерами, вполне логично решило ужесточить контроль.

*«Сейчас ведь все пенсионные фонды занимаются бизнесом при гарантии государства по сохранению доходности. То есть, если выходит отрицательная доходность, то по гарантии из бюджета ее покрывают. Понятно, что некоторые пенсионные фонды могли таким образом «порезвиться» за государственный счет. Сегодня мы себе такого позволить не можем. Поэтому у нас получается двойная гарантия. Первая – это гарантия бюджета. Вторая – будет более жесткий цензор в лице Национального Банка. Он будет и регулятором, и очень близко работать с компаниями по управлению пенсионными активами: он будет их оценивать, выбирать, отзываться лицензии в случае нарушений. В результате общая доходность будет расти справедливо для всех. Ведь пенсионеры не виноваты, что менеджеры их НПФ были нерадивые!»<sup>11</sup>.*

Тем не менее, многие специалисты финансовой сферы считали тогда (кстати, сегодня, спустя много лет, с ними не спорят уже и чиновники), что «схлопывание» частных НПФ – самых капиталоемких институциональных инвесторов – станет дополнительным ударом по фондовому рынку.

«Система обеспечивала конкуренцию, были рынок и альтернатива размещения. Эта практика развивалась не без проблем, но в целом она точно была положительной и поступательной... Накопительная пенсионная система, в отличие от одного ЕНПФ, предполагает структуру: институты эмитентов, инвесторов, механизмы инвестирования, и самое главное – стимулирует конкуренцию. В качестве примера приведу Группу Народного банка, который всегда был в авангарде, как в силу своих размеров, так и в плане развития рынка, его законодательной базы. Доля НПФ Народного банка на момент национализации составляла 33%. Согласно внешней оценке, стоимость фонда оценивалась от 500 млн до 2 млрд долларов США. Фонд был очень прибыльный, а по качеству активов, пожалуй, самым лучшим. Если бы Казахстан пошел по пути наведения порядка в накопительной пенсионной системе, в чем действительно была потребность, то можно было бы обойтись «косметическим ремонтом»<sup>12</sup>, – полагает Умут Шаяхметова.

Однако решение было принято. В апреле 2013 года Мажилисом Парламента был представлен проект Закона «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан»<sup>13</sup>, со 2 июля того же года он вступил в действие, а 31 июля Постановлением Правительства №747 было создано АО «Единый накопительный пенсионный фонд»<sup>14</sup>.

К началу ноября был завершён первый этап приема-передачи пенсионных активов из НПФ «Республика», затем «Отан» и далее – строго по графику. В марте 2014 года завершилась передача пенсионных накоплений вкладчиков НПФ Народного банка Казахстана в ЕНПФ, и с 26 марта, все индивидуальные пенсионные счета вкладчиков всех фондов находились в ЕНПФ, а доверительное управление их активами теперь осуществлялось Национальным Банком.

Первый год после старта пенсионной реформы оказался довольно болезненным как для самой системы, так и для фондового рынка. Сворачивание деятельности негосударственных пенсионных фондов и ограничение их инвестиционной активности со стороны регулятора в целях защиты активов от вывода собственниками закрывающихся фондов привело к резкому сужению базы институциональных инвесторов и к снижению их активности на первичном и вторичном рынках НЦБ и ГЦБ. Средневзвешенная доходность умеренного инвестиционного портфеля всех НПФ с момента введения ограничений с января по 1 декабря 2013 года составила всего 2,37% против 4% за аналогичный период предыдущего года.

С другой стороны, с целью повышения объемов кредитования экономики и реализации целей индустриализации еще работающим НПФ и ЕНПФ было разрешено покупать корпоративные облигации за счет пенсионных активов, что, по факту, вылилось в рост эмиссионной активности банков и квазигосударственных компаний. Уже по итогам 2013 года, объем размещений таких облигаций, проведенных через специализированные торги или в секторе купли-продажи биржи, достиг рекордных 201 млрд тенге. С другой стороны, на вторичном рынке корпоративных облигаций объем торгов составил 110,3 млрд



тенге, снизившись по отношению к 2012 году на 38%. Если при покупке новых выпусков облигаций с ролью «один вместо многих» ЕНПФ справлялся отлично, то перепродавать эти бумаги до погашения ему было уже просто некому, да, собственно, и незачем.

## Новые исторические рекорды

Создание государственного мегафонда не избавило пенсионную систему от главной проблемы, с которой сталкивались его частные предшественники – хронического дефицита инструментов для инвестирования с достаточной доходностью. В ноябре 2013-го на своей первой пресс-конференции в качестве главы Национального Банка **Кайрат Келимбетов** заявил, что постоянно растущие активы ЕНПФ прежде всего будут направляться в ГЦБ.

*«Это не обсуждается. То есть 90% будет уходить на финансирование дефицита бюджета, на покупку ГЦБ. Часть денег, может быть, мы рассматриваем возможность не более 10% средств инвестировать за рубежом»<sup>15</sup>. Расчет делался на то, что Министерство финансов пойдет на повышение ставок по своим бумагам. «Если посмотреть на доходность ГЦБ, то она выросла вдвое. Если раньше частные пенсионные фонды говорили о 3% доходности, то сейчас она доходит до 6%. И мы в целом хотели бы предложить правительству, чтобы эта доходность росла. Правительству в любом случае придется компенсировать тот уровень доходности, которая не покрыла накопленный уровень инфляции. Поэтому мы вместе заинтересованы, чтобы повышать эту ставку».*

Однако договориться не получилось: в 2013-м объем торгов на первичном рынке ГЦБ уменьшился на 8% – до 982,5 млрд тенге, а на вторичном упал на 16,8% до 191,5 млрд тенге. Более того в 2014–2015 годах использование трансферов из Национального фонда (то есть нефтяных накоплений) для покрытия дефицита позволило Министерству финансов сократить привлечение более дорогих денег на внутреннем фондовом рынке и выйти на внешние рынки за рефинансированием своего долга.

В октябре 2014-го Казахстан впервые после 14-летнего перерыва успешно разместил 10-летние суверенные еврооблигации на 1,5 млрд долларов США и 30-летние – на 1 млрд долларов США, под 3,875 и 4,875 процента годовых. Как результат, до конца года Минфин вообще отказался от размещения МЕКАМ на внутреннем биржевом рынке: объем торгов ГЦБ на KASE снизился на 12,4%, при том что внешний долг государственного сектора (правительство и Национальный Банк) за год увеличился на 2,6 млрд долларов США. В июле 2015-го Минфин вновь разместил 10-летние суверенные еврооблигации на 2,5 млрд долларов США с доходностью 285 базисных пунктов к американским казначейским облигациям и 30-летние бумаги на 1,5 млрд долларов США с доходностью 335 б.п.

*«Вчера мы разместили 4 млрд долларов США. Заявка была почти 10 млрд долларов. Так что, можно сказать, достаточно успешно Казахстан разместился. Это первое размещение такого крупного объема после долгой неопределенности на фоне греческих событий, на фоне переговоров «шестерки» с Ираном... Мы продолжаем программно размещать, то есть, показываем, устраиваем кривую доходности. Это уже достаточно хорошая оценка рисков инвесторов. Кроме того, формирование кривой доходности очень важно как для инвесторов, инвестирующих в Казахстан, так и для наших эмитентов – это квазигосударственный сектор и частные компании» – рапортовал по итогам размещения глава Министерства финансов **Бахыт Султанов**<sup>16</sup>.*

Как итог, внутренний рынок ГЦБ окончательно стагнировал – по итогам 2015 года заимствования Минфина на KASE вместо планировавшихся 928,2 млрд тенге составили только 419,6 млрд. На вторичном рынке ГЦБ наблюдалась крайне низкая ликвидность. Падение составило (-95,9% – до 8,2 млрд тенге), а совокупный объем торгов снизился на 58,4% до 427,7 млрд тенге.

В такой ситуации столь нужную ему доходность ЕНПФ и его управляющий в лице Национального Банка нашли на рынке корпоративных облигаций. С сентября 2014 года НБРК начал программу поддержки банковского сектора, в рамках которой помимо участия в аукционах по размещению пенсионных средств на депозитах, крупнейшие банки выпускали облигации на 7–8 лет под восемь и более процентов годовых. Начало было положено Цеснабанком, который 26 сентября привлек 10 млрд тенге на 6,5 лет под 10% годовых. Учитывая, что инфляция на тот момент была ниже (чуть больше 7%), покупая эти бумаги ЕНПФ мог обеспечивать реальную положительную доходность своим вкладчикам.

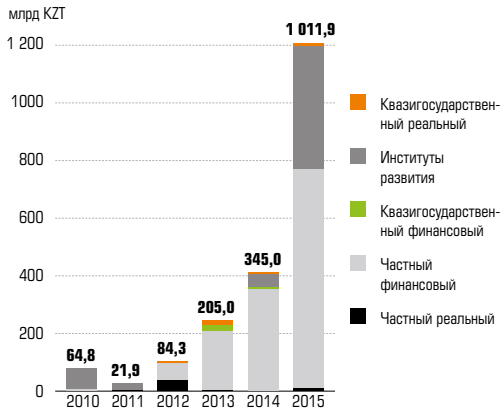
Дело пошло: из 34 специализированных торгов по размещению корпоративных долговых ценных бумаг, проведенных на KASE в 2014 году, 70% пришлось на банковские облигации, а их общий объем достиг 345 млрд тенге (+68,3%). Это был наибольший в истории KASE показатель. Правда, объем вторичных торгов продолжал снижаться, и по итогам 2014 года не превысил 103,6 млрд тенге (44,7% к предыдущему году), что на рынке «одного инвестора» было неизбежно.

Получив в покупателя ЕНПФ, банки смогли не только решать проблемы со своим фондированием. Они стали перепродавать ликвидность другим игрокам на рынке репо и свопа по гораздо более высоким ставкам, которые тогда не регулировались, сильно отличались между собой и никак не согласовывались со ставками предоставления банкам ликвидности через покупку их облигаций.

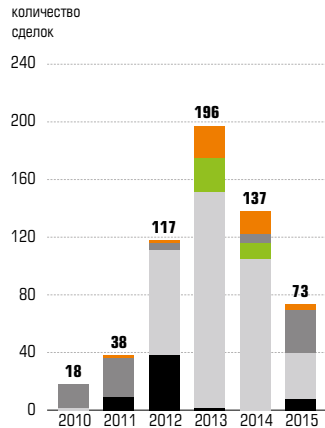
Схема эта, хотя и не совсем рыночная, устраивала как продавцов, так и покупателя, и в 2015 году на биржевом рынке корпоративных облигаций был зафиксирован очередной рекорд – объем торгов вырос на 174% до 1 228,6 млрд тенге. Причем здесь были зафиксированы как максимальные объемы первичных размещений (1,01 трлн тенге, 88% из которых пришлись на бумаги банков), так и существенный рост активности на вторичном рынке (216,6 млрд тенге). К концу года капитализация рынка корпоративных облигаций выросла на 36,9% и составила 9,1 трлн тенге. Катализатором роста данного показателя, помимо эмиссионной активности БВУ, стала девальвация национальной валюты в 2015

## СТРУКТУРА ФОНДИРОВАНИЯ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

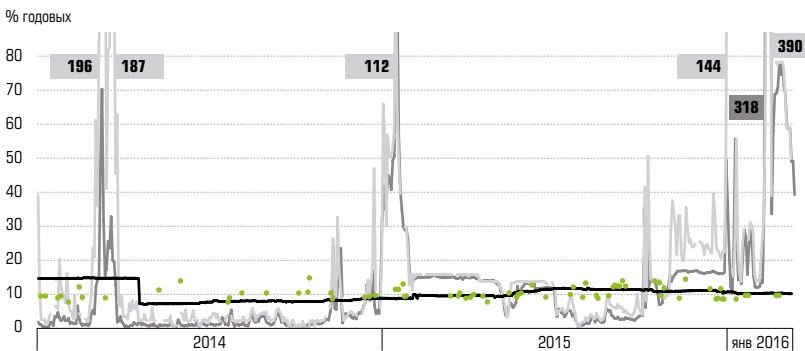
## ОБЪЕМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО СЕКТОРАМ



## АКТИВНОСТЬ ИНВЕТОРОВ ПРИ РАЗМЕЩЕНИЯХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



## ДОХОДНОСТЬ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ В 2014–2015 ГОДАХ



году. В результате выраженный в тенге показатель капитализации существенно увеличился за счет облигаций, номинированных в долларах США. Доходность облигаций в тенге на вторичном рынке росла на фоне падения курса тенге к доллару США. Это обеспечило Индексу KASE\_BY существенный рост во втором полугодии, и по итогам года он достиг 11,42% годовых.

В целом период 2013–2015 годов для KASE оказался переломным с точки зрения активности игроков. После многолетнего спада общие объемы торговли начали расти. Причем темп постоянно увеличивался: в 2013 году – +16,3% до 32 трлн тенге; в 2014-м – +45,9% до 46,7 трлн тенге; а в 2015 году – +97% до 92 трлн тенге. Основной вклад в эти рекорды внес рынок денег, то есть операций репо и валютного свопа, механизм активизации которых был описан выше. Но и на рынке ценных бумаг были свои рекорды, пусть и достигнутые на не совсем рыночной основе. В любом случае, это было достижением KASE, так как площадка предоставляла и участникам рынка, и регулятору, и Министерству финансов отлаженную работу биржевой инфраструктуры, которая каждому позволяла решать его задачи.

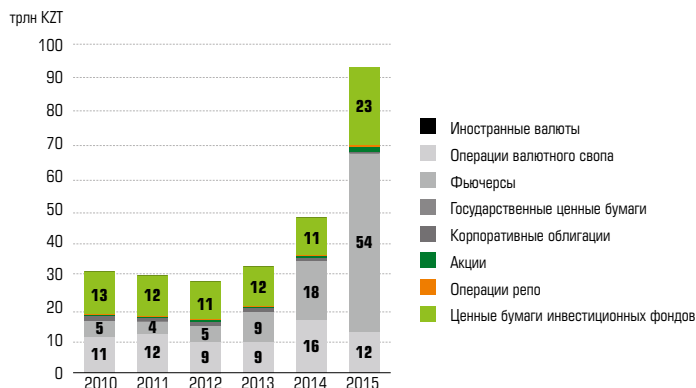
Словом, несмотря на все вызовы и трансформации, жизнь на биржевой площадке была ключом.

## «НАРОДНОЕ IPO»: ЖИЗНЬ ПОСЛЕ СТАРТА

### Дебютант оправдал ожидания

Рынок акций в 2013–2015 годах развивался под позитивным влиянием «Народного IPO». Судя по результатам первых неполных двух месяцев торговли на KASE акциями дебютанта программы, стало совершенно ясно, что выбор АО «КазТрансОйл» в его качестве был абсолютно правильным. К 5 фев-

### ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ ТОРГОВ НА KASE ПО СЕКТОРАМ В 2010–2015 ГОДАХ

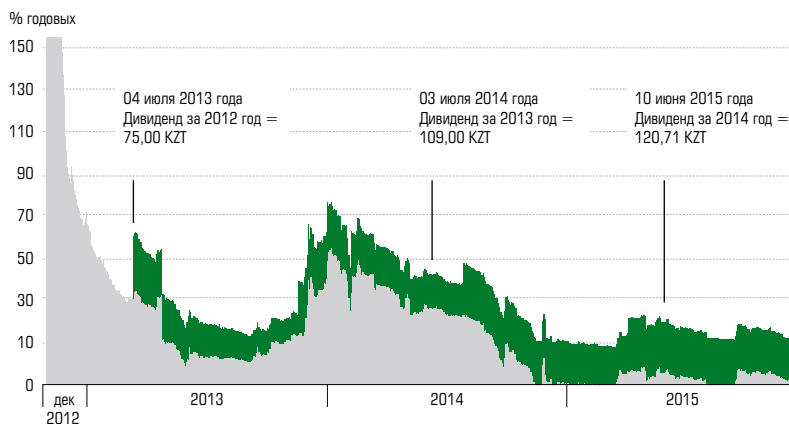


рала 2013 года акции компании торговались на 12% выше цены размещения. НПФ оказывали существенную поддержку рынку, инвесторы не спешили фиксировать прибыль, а предпочитали держать бумагу в своих портфелях. При условии положительного рыночного фона они были готовы ждать дальнейшего роста курса акции. Активность вторичных торгов была высока – с 25 декабря 2012 года по 5 февраля 2013-го объем сделок с простыми акциями KZTO превысил 3 млрд тенге, было заключено около 1 400 сделок. Для сравнения, объем торгов простыми акциями АО «Казакхтелеком», вторыми по ликвидности, за этот же период не превысил 1,2 млрд тенге, а количество сделок составило немногим более 300.

Получилось все то, к чему стремились и финансисты, и государство, запустившая программу «Народного IPO», – завести такие бумаги на биржу, которые бы придали импульс развитию фондового рынка, позволили гражданам Казахстана стать собственниками наиболее успешных и крупных национальных компаний и способствовали росту класса частных инвесторов. Дебютная бумага КТО показала, что это возможно.

В первые месяцы после проведения IPO ежедневно на долю акций «КазТрансОйл» приходилось около 30% от объема торгов долевыми бумагами на вторичном рынке. При этом в начале 2013 года прослеживалась важная тенденция, говорящая о росте доверия населения к фондовому рынку: при снижении объемов торгов на валютном рынке вырос оборот рынка ценных бумаг. Все рассчитывали на сохранение этой скорости и динамики открываемых торговых счетов. Тем более что программу народных первичных размещений планировалось продолжить. Но началось реформирование другого крупного сектора финансового рынка – пенсионной системы, что впоследствии внесло существенные коррективы в динамику и ландшафт рынка ценных бумаг Казахстана.

## ДОХОДНОСТЬ ПРОСТЫХ АКЦИЙ АО «КАЗТРАНСОЙЛ» В 2012–2015 ГОДАХ



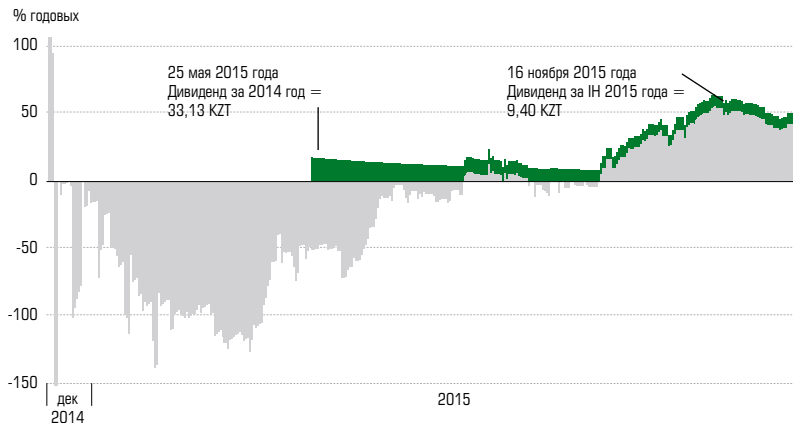
К примеру, когда был введен запрет на работу пенсионных фондов на рынке, котировки «КазТрансОйла» провалились до 760 тенге. Затем Нацбанк разрешил-таки фондам работать с акциями дебютанта «Народного IPO», и котировки КТО моментально выросли до 800 тенге за бумагу. Все это только подтвердило тот факт, что для нормального развития рынка на нем должны работать разные типы инвесторов. Когда стало понятно, что выход на биржу второй «голубой фишки» – энергетической компании «KEGOC» – откладывается, игроки сосредоточились на «КазТрансОйле», и на начало 2014 года цена бумаги почти достигла 1 300 тенге (при цене размещения 725 тенге).

И все же в отсутствии новых инструментов к концу 2013 года эффект IPO АО «КазТрансОйл» и «ненародного» IPO АО «Кселл» стал затухать: объем сделок по его итогам на вторичном рынке снизился на 42,5% до 117,5 млрд тенге. Рынку были нужны новые «голубые фишки».

## Неправильное время для правильной компании

Долгожданное размещение на KASE через подписку акций KEGOC состоялось только в декабре 2014 года. И это было далеко не самое удачное время. К тому моменту рынок вовсю отыгрывал февральскую коррекцию тенге, падение мировых цен на нефть и ослабление рубля. Ощущались и внутренние проблемы крупнейших эмитентов. Например, на котировки акций АО «Кселл» оказала давление информация о внутренних расследованиях относительно работы компании с внешними поставщиками, которые инициировал совет директоров, а также внезапный уход финансового директора. Простые акции АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» также потеряли некоторый интерес для инвесторов из-за неопреде-

### ДОХОДНОСТЬ ПРОСТЫХ АКЦИЙ АО «KEGOC» В 2014–2015 ГОДАХ



ленности по специальным дивидендам, а также спекуляций с обратным выкупом акций со стороны материнской компании. Словом, настроения были не бычьи.

Тем не менее, интерес к бумаге оператора национальных электросетей был большим, что сказалось на показателях системы учета Центрального депозитария физических лиц. Их количество увеличилось с 55,4 тысяч в августе, до 99,5 тысяч в декабре. Об интересе свидетельствует и такой штрих: только за два первых дня подписки на акции казахстанцы подали заявки на приобретение 182 тысяч бумаг АО «KEGOC»<sup>17</sup>.

Всего в рамках подписки на биржу поступило 42 723 заявки на сумму 16,7 млрд тенге – в 1,3 раза больше объявленного объема размещения. Спрос со стороны брокерских компаний и их клиентов – физических лиц составил 9,7 млрд тенге, или 73,7% от объема предложения, а со стороны ЕНПФ – 7 млрд тенге, или 53,3% от предложения. То есть, как и в случае с «КазТрансОйлом», наблюдалась переподписка. Примечательно, что в подписке на KEGOC участвовали более широкие массы инвесторов, включая население регионов. В немалой степени это было обусловлено появлением на рынке нового брокера – АО «Фридом Финанс». Компания проявила большую активность в привлечении «физиков», уступив «Казпочте» менее трех процентов объема подписки физических лиц (28,1% – «Казпочта», 25,6% – АО «Фридом Финанс»), и заняла первое место по количеству собранных заявок. Этот брокер делал ставку именно на IPO АО «KEGOC», организуя подписку буквально по всему Казахстану, и надеялся принципиально нарастить свою клиентскую базу.

*«Когда мы участвовали в Программе «Народное IPO», то были единственным брокером, который давал рекламу – вспоминает основатель и глава холдинга Freedom Finance Тимур Турлов. – Позже построили филиальную сеть, хотя не знали, чем это закончится, окупится она или нет. Для нас было важно, чтобы люди из Тараза, Семей и Актау и других регионов имели возможность покупать акции. Потому что если делать IPO только в Алматы, то нужно понимать, что мы охватываем полтора миллиона человек, и все – больше никто не участвует. В рамках программы мы провели несколько сотен бесплатных семинаров, раздавали брошюры, приглашали людей на семинары, разрабатывали программу и делали презентации. И как раз здесь мы нашли огромное количество образованных людей, которые разбираются в фондовом рынке и готовы рассказать людям о своей истории успеха»<sup>18</sup>.*

В итоге заявки, поданные физическими лицами, были удовлетворены в полном объеме, а цена размещения составила 505 тенге за акцию. Однако, в отличие от «КазТрансОйла», акции KEGOC после выхода на вторичный рынок стали падать. Спрос со стороны институциональных инвесторов в первый день торгов отсутствовал, а единственный крупный участник в лице ЕНПФ решил воздержаться от приобретения акций. Помимо этого, выход компании на вторичный рынок совпал с «черным вторником» в России, когда курс рубля резко вырос по отношению к доллару США, достигая 80 рублей за один американский доллар. Учитывая девальвационные ожидания на границе 2014 и

2015 годов, желающих вкладываться в тенговые долевыми инструментами на рынке было не много. Только что купленные акции KEGOC продавали, чтобы купить валюту или привязанные к ее курсу инструменты.

30 марта 2015-го цена акций KEGOC упала до минимума в 300 тенге за акцию. Именно с этого уровня началось восстановление цены до исторического максимума в 1 560 тенге, на котором акции находятся в ноябре 2018 года. К примеру, прирост стоимости акций в первой половине апреля 2015 года позволял инвесторам, вошедшим на «дне», заработать до 900% годовых.

В целом влияние Программы «Народного IPO» на ликвидность казахстанского рынка ценных бумаг трудно переоценить. В 2015 году обе компании, прошедшие через программу, лидировали в рэнкинге по ликвидности на KASE с большим отрывом. Программа повысила ликвидность бумаг, снижая тем самым риски инвестирования. На бумаги Народного IPO по итогам 2015 года пришлось 43% оборота всего вторичного биржевого рынка акций. И самое главное, при непосредственном участии биржи, реализация этой программы позволила увеличить число казахстанцев, владеющих акциями лучших отечественных компаний, в 10 раз. Многие из них стали активными инвесторами. К примеру, в 2015 году количество игроков, регулярно работающих на KASE, выросло как минимум вдвое. Ежемесячно в сделках было задействовано от 250 до 750 счетов.

Как показало время, статус владельца «голубых фишек» дает весьма неплохую прибыль. С учетом выплаченных дивидендов доходность по акциям KEGOC с момента размещения составила на ноябрь 2018 года в среднем 37% годовых, а по бумагам КТО – 19% годовых.

## Первый публичный старт

Вовлечение широких слоев населения в работу на рынке ценных бумаг позволило реализовать на KASE еще один интересный проект. 9 апреля 2015 года в торговом зале биржи прошла церемония торжественного открытия торгов простыми акциями горнорудной компании АО «БАСТ» на вторичном рынке KASE. Этому предшествовало публичное размещение акций компании в формате классического IPO. Подписка проходила по уже сложившейся в рамках Программы «Народного IPO» схеме на KASE, а в качестве андеррайтера выступило АО «Фридом Финанс».

Всего в рамках подписки на приобретение простых акций АО «БАСТ» через четырех членов биржи с 516 лицевого счетов физическими лицами было подано 579 заявок на общую сумму 427,1 млн тенге. Спрос превысил объем предложения на 6,1%. При этом было удовлетворено 522 заявки физических лиц на сумму 359,6 млн тенге. С учетом акций, оставленных в своем портфеле андеррайтером для исполнения на бирже обязанностей маркет-мейкера, АО «БАСТ» в рамках IPO продало на KASE все запланированные к размещению акции.

Организовав данное размещение АО «Фридом Финанс» создало три прецедента на казахстанском фондовом рынке. Первый – использование для финансирования относительно небольшой компании инструментов фондового



рынка в условиях, когда получить кредит в банке трудно. Второй – проведение в Казахстане классического IPO для небольшой компании, фактически стартапа, показав тем самым, что это возможно и как это делается. Третий – жесткий андеррайтинг (с выкупом у эмитента всех акций перед размещением) члена KASE при проведении размещения акций, благодаря которому компания-эмитент практически не несла рисков, связанных с размещением.

*«Размещение акций горнорудной компании «БАСТ» доказало, что казахстанский фондовый рынок действительно может привлекать деньги внутри страны, – подчеркивает Тимур Турлов. – Компании удалось получить более 2 млн долларов США, а котировки после IPO выросли почти на 40%. После того как АО «БАСТ» успешно разместило свои бумаги на рынке, к нам стало поступать большое количество предложений со стороны различных организаций. И все – с целью получения финансирования. Оно и понятно: когда банковские кредиты очень дорогие, все хотят привлечь акционерное фондирование».*

В целом в 2015 году на рынке акций отмечался подъем. Объем торгов вырос более чем в 4 раза и достиг 899,6 млрд тенге. И хотя в большей степени этот рекорд был связан с включением в официальный список KASE простых акций АО «НК «КазМунайГаз» и проведением единственной сделки по передаче прав собственности 10% пакета акций от ФНБ «Самрук-Қазына» Национальному Банку, благодаря проведенным размещениям значительно активизировался рыночный трейдинг акциями, а ликвидность их в TC KASE значительно возросла. Наиболее ликвидным инструментом на рынке акций по итогам года стали простые акции АО «KEGOC», с которыми было заключено более 17 тыс. сделок. На долю физических лиц в различные месяцы года приходилось 52,5–65,2% биржевого оборота акций.

## ЧЕТЫРЕ ВАЖНЫХ ШАГА К ПОВЫШЕНИЮ ЛИКВИДНОСТИ

Биржа не переставала работать над созданием условий для роста ликвидности инструментов на своих площадках. И в 2013–2015 годах работа эта была особенно продуктивной. KASE удалось реализовать четыре главных проекта в этой сфере.

### Торговать из любого места

С 10 февраля 2014 года были введены в действие новые правила предоставления доступа к организованному рынку ценных бумаг с помощью систем прямого доступа – DMA<sup>19</sup>. Правила эти были разработаны с учетом практики

интернет-трейдинга, действующей на KASE на протяжении более десяти лет. Их цель – регламентация прямого доступа на бирже и приведение практики интернет-трейдинга в соответствие с лучшим зарубежным опытом. Ранее практика интернет-трейдинга не была регламентирована, качество и надежность программно-технических комплексов брокеров, а также знания и умения пользователей таких комплексов не проверялись. Преимущества прямого доступа огромны. Для брокеров такой способ работы означал операционную разгрузку подразделений, отвечающих за принятие, обработку и исполнение клиентских заказов, а также минимизацию рисков трейдерских ошибок в отношении этих заказов при исполнении. Для клиентов – это, прежде всего, удобство и возможность торговать в любом месте и в любое время при наличии Интернета и торговой платформы. У них отпала бы необходимость заполнять клиентский заказ, отправлять брокеру и ждать ответа об исполнении/ неисполнении.

Повышенное внимание KASE к проекту DMA было продиктовано возросшей активностью торговли и привлечением населения на фондовый рынок. Если еще в 2011 году такой сервис предоставлялся двумя-тремя брокерами, то к 2014-му с системами прямого доступа работали более десяти профессиональных участников рынка.

## Допуск иностранных брокеров и банков

Вторым проектом, запущенным еще в 2011 году, стал проект Remote Membership – «Удаленное членство», направленный на привлечение к работе на площадке KASE иностранных банков или брокеров. Проект позволял таким компаниям стать членами KASE без посредников и напрямую торговать на бирже интересующими их инструментами. «Первой ласточкой» на этом поле стало российское ОАО «Промсвязьбанк», принятое в члены KASE по категории «валютная» с 1 июня 2011 года. В 2014 году биржа завершила разработку обновленных требований и условий для получения иностранными профессиональными участниками членства на KASE, был определен порядок получения иностранными компаниями статуса члена KASE, а также обновлены требования к действующим удаленным членам и порядок их работы на KASE.

К концу 2018 года на площадке биржи в качестве удаленных членов работало три иностранные организации.

## Листинг больше не рейтинг

Еще одним шагом на пути к повышению ликвидности стала реформа официального списка ценных бумаг и требований к листинговым ценным бумагам и инициаторам их допуска. Реформа осуществлялась KASE совместно с Национальным Банком в 2014 году. Фактически были изменены принципы листинга – с вводом в действие новых правил его нельзя было больше рассматривать в качестве квазирейтинга и показателя инвестиционного качества

инструментов. При создании новой структуры официального списка KASE главным ориентиром были показатели ликвидности. В частности, в секторе акций были выделены две категории – категория ликвидных бумаг и категория информационного листинга. Таким образом, новая структура листинга предоставляла ориентиры торгуемости и обеспечивала максимальное раскрытие информации об эмитентах и их ценных бумагах. При этом инвесторы должны были самостоятельно оценивать качество ценных бумаг для принятия решений об инвестициях.

*«На протяжении длительного времени шли дискуссии о том, что должно быть главным критерием для инвесторов при принятии инвестиционного решения – вспоминает Галина Цалюк, управляющий директор, директор департамента листинга KASE. – Нам этот вопрос тоже был безразличен, поскольку биржу не устраивало сложившееся к тому времени у инвесторов мнение, что если бумага в списке биржи, то ее можно покупать, а если в списке по первой или наивысшей категории, то покупать нужно. То есть почему-то был поставлен знак равенства между словами «листинг» и «надежность», и листинг стал чем-то вроде рейтинга. При этом биржа так не считала, поскольку ценным бумагам любой компании присущи те или иные риски, хотя и разного уровня, и призывала инвесторов не ориентироваться на листинг, а с большим вниманием относиться к самостоятельной оценке каждым инвестором рискованности его инвестиций... В 2008 году двумя на тот момент регуляторами (агентством РФЦА и АФН) было решено внедрить в Казахстане общепринятую практику, требующую наличия у долговой ценной бумаги рейтинговой оценки. В результате, чтобы инвесторам было проще ориентироваться, долговые ценные бумаги в официальном списке биржи разделили на две категории – с рейтинговой оценкой и без рейтинговой оценки... В кризис, как известно, рейтинговые оценки никого не защитили. Во время кризиса рейтинговые агентства даже не всегда успевали своевременно реагировать на то, что происходило в реальности... Поэтому с 1 января 2015 года мы полностью отказались от рейтингов. Благо вышло 189-е постановление Национального Банка, и там уже не было требования по рейтинговым оценкам. Национальный Банк поменял свой подход и решил, что рейтинговые оценки для листинга не нужны, они остались в качестве критериев для инвестирования в ценные бумаги денег лицензируемых финансовых организаций. А чтобы ЕНПФ было проще ориентироваться в списке ценных бумаг биржи в плане объёмов инвестирования пенсионных накоплений, долговые ценные бумаги разделили на две категории – облигации субъектов квазигосударственного сектора и всех остальных эмитентов. С точки зрения биржевой практики это не очень удобно. Когда в 2016 году мы писали стратегию развития KASE на три года, то решили принять за основу для структуры нашего официального списка международный опыт, то есть разделить классические виды ценных бумаг между двумя площадками – основной и альтернативной, тем самым задав ориентиры для инвесторов».*

## Исполнение сделки на второй день

Наконец в 2015 году, после трех лет напряженной работы состоялось успешное внедрение на рынке ценных бумаг схемы расчетов T+2 с частичным обеспечением. Впервые на KASE к сделкам с акциями Индекса KASE стали применяться международные нормы, которые предполагали исполнение биржевой сделки по истечении двух дней с момента ее заключения. Шаг был важен для развития инфраструктуры рынка и повышения его привлекательности в глазах иностранных инвесторов.

*«В большинстве бирж мира запущена система T+2 (подать заявку, найти деньги, купить и рассчитаться за бумагу можно в течение 48 часов), а у нас работает T+0, – объяснял необходимость проекта **Максат Кабашев**, в то время Президент KASE. – А прежде чем купить, надо еще сделать 100%-ную предоплату, поставить сюда депозит и с него торговать. Какой инвестор в нормальном уме и с большими объемами будет здесь торговать на таких условиях? Закрыть сделку «день в день» он порой не может просто географически: в Нью-Йорке ночь, у нас день и наоборот. У нас день прошел, мы его будем штрафовать за то, что он ничего не закрыл, а у него только утро наступило. Вот он сюда и не идет. Что делает нормальный брокер: он сначала покупает бумагу, потом закладывает из своего портфеля бумаги – может на той же бирже заложить, может занять эти деньги в долг у банка, чтобы купить бумагу, может занять эти деньги в долг у покупателя, чтобы перепродать с ним вместе кому-то подороже. Словом, идет нормальный спекулятивный процесс. Но для него нужен временной лаг. 48 часов достаточно, чтобы закрыть сделку»<sup>20</sup>.*

Правила KASE, регулирующие порядок T+2, вступили в силу 1 июня 2015 года. В тот же день KASE и Центральный депозитарий ценных бумаг подписали Соглашение, регулирующее все вопросы между KASE в качестве клиринговой организации и Центральным депозитарием в качестве расчетного органа. А с 29 июня началась пробная эксплуатация информационных систем биржи. С 25 ноября схема расчетов T+2 стала применяться при работе с акциями АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз», а с 23 декабря на схему T+2 в боевом режиме были переведены все акции представительского списка Индекса KASE. Чтобы обеспечить участников торгов возможностью привлечения активов, необходимых для проведения расчетов по новой схеме, биржа также создала новый тип финансового инструмента – репо с неттингом.

## Новая валютная пара – юань за тенге

В секторе валют после очень длительного перерыва 25 сентября 2014 года появился новый инструмент. В этот день KASE открыла торги китайским юанем за тенге. Это стало результатом работы, которая проводилась

по инициативе Национального Банка и KASE с учетом рекомендаций казахстанско-китайского Подкомитета по финансовому сотрудничеству. Необходимость внедрения биржевого механизма обмена тенге/юань действительно назрела. Это было и отражением экономической реальности, и политическим шагом, свидетельствующим о крепнущих отношениях двух стран. До конца 2014 года по этой паре было заключено больше 30 сделок объемом 131 млн тенге. Прогнозы по инструменту были высокими с учетом темпов роста товарооборота между двумя странами и как показало время, они оправдались.

## NEXT и FIX

Совершенствование торговых и расчетных процедур KASE было синхронизировано с развитием технологическим. Еще в 2012 году биржа приступила к разработке новой торговой системы, которая должна была обладать в 100 раз большим быстродействием и достигнуть скорости обработки 20 тыс. заявок в секунду. Это соответствовало лучшей мировой практике биржевой торговли. Решение было принято не сразу – специалисты и руководство KASE обработали полтора десятка предложений от ведущих мировых разработчиков, включая самые известные биржи, и тщательно все проанализировали. Ведь торговая система для биржи как организатора торгов является основным инструментом ее деятельности и связи с участниками рынка. В конце концов было принято решение о создании собственной торговой системы, тем более что биржа уже обладала солидным опытом в этой сфере.

Проект получил название «NEXT». В 2015 году итогом трехлетней работы стал запуск в эксплуатацию серверной части системы, а также торгового терминала для валютного рынка KASE как наиболее ликвидного. Рынок ценных бумаг, денег и производных инструментов продолжал работать на АСТ, которая регулярно модернизировалась. Терминал NEXT позволял выполнять все основные торговые операции биржи: подачу и отмену заявок, отслеживание позиций участника; просмотр торгов; котировок и графиков; поданных заявок и исполненных сделок участника, а также отслеживать дневные позиции участника валютного рынка, его обязательства перед биржей по проданной валюте и требования биржи к нему – по купленной. Терминал работал с FIX-протоколом версии 5.0 и выше и давал возможность подключаться как к транзакционному FIX-шлюзу, так и к FIX Market Data.

Связанным с NEXT проектом стал проект разработки и ввода в эксплуатацию в 2015 году сервера FIX Market Data (FIX MD), разработанного на основе FIX-протокола версии 5.2. С помощью FIX MD сервера пользователи могли получать список ценных бумаг, торгуемых на KASE, информацию о ходе торгов в режиме реального времени, а в случае обрыва соединения восстанавливать ход событий торгов. Кроме того, благодаря запуску FIX Market Data на интернет-сайте KASE стала доступна трансляция торгов из торговой системы на платформе NEXT.

## МЕНЯЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

Большой пласт работы биржи в 2013–2015 годах, как и во все предыдущие годы, был связан с совершенствованием профильного законодательства. Находясь в самом сердце финансовой инфраструктуры, де-факто являясь связующим звеном между компаниями-эмитентами и инвесторами, государством и профессиональным сообществом, KASE ясно видела все «узкие места», ограничивающие участие фондового рынка в развитии экономики.

В 2013 году биржа консолидировала все свои предложения по развитию рынка ценных бумаг правительству и Национальному Банку. Сводный документ охватывал 22 вопроса, связанных как с концептуальными подходами к взаимосвязи государственных программ индустриально-инновационного развития и национального рынка ценных бумаг, так и с более конкретными предложениями – от реформирования листинга до технических аспектов деятельности и регулирования отдельных секторов рынка.

В частности, предлагалось, чтобы все компании реального сектора, претендующие на государственную материальную поддержку в рамках своих инвестиционных проектов (например, через инвестиции в капитал, целевое финансирование, государственные заказы, субсидирование ставок вознаграждения, предоставление коммунальных и инфраструктурных услуг) приняли обязательства по листингу своих долговых и долевых ценных бумаг на национальной фондовой бирже и проведению IPO.

В свою очередь, государство могло бы предусмотреть концентрацию имеющихся налоговых льгот для субъектов фондового рынка именно на тех ценных бумагах, которые выпущены действительно публичными компаниями. А также – ввести льготы по корпоративному подоходному налогу для эмитентов акций, которые уже провели полноценные IPO. Такой подход, с одной стороны, обеспечивал максимальную информационную «прозрачность» и контроль реализации инвестиционных проектов с участием государства на базе систем раскрытия информации на KASE. А с другой – создавал возможность корректного «выхода» государства из этих проектов по их завершению через полноценное SPO.

Важным условием в рамках программ государственной поддержки предпринимательства на бирже считали создание равных конкурентных условий для инструментов банковского кредитования и долговых биржевых инструментов. В этой связи в 2015 году KASE выступила с инициативой по внедрению механизма субсидирования купонной ставки по корпоративным облигациям и гарантирования основного долга по ним. Уже позже, после внесения соответствующих изменений в законодательство и проработки механизмов практической реализации с фондом «Даму», гарантии государства по облигационным займам стали одновременно мерой по защите прав инвесторов и фактором снижения стоимости фондирования для бизнеса.

В сфере развития законодательства KASE всегда активно взаимодействовала с государственными институтами развития, регуляторами, общественными

ми и профессиональными сообществами, международными экспертами. Так, в рамках внедрения передовых стандартов корпоративного управления в Казахстане, биржа приняла активное участие в проекте Европейского банка реконструкции и развития SJ BERWIN LLP на тему «Казахстан: обзор и реформа законодательства в сфере корпоративного управления». Проект был направлен на оказание помощи и поддержки казахстанским компаниям для постепенного перехода к международным корпоративным практикам. Кроме того, успешная реализация проекта способствовала большей прозрачности и устойчивости национального фондового рынка.

В 2015 году по инициативе KASE были созданы Рабочий и Технический комитеты при ОЮЛ «Ассоциация финансистов Казахстана» для обсуждения широкого спектра вопросов по развитию рынка ценных бумаг. Многие из предложений, сформированных на этих площадках, впоследствии легли в основу программных документов и НПА государственных органов.

Значительный синергетический эффект дала совместная работа KASE, АФН и НПП «Атамекен».

*«Один из 16 профильных Комитетов НПП «Атамекен» – Комитет финансового сектора, который возглавляет Умут Шаяхметова. Рабочим органом Комитета является Ассоциация финансистов Казахстана. Поэтому всю экспертизу, инициативы рынка, обсуждения с правительством, Национальным Банком, Парламентом и экспертным сообществом мы можем вести через две постоянные площадки – Комитета НПП и АФК», – поясняет работу этой системы Юлия Якумбаева, заместитель Председателя Правления Национальной палаты предпринимателей «Атамекен»<sup>21</sup>.*

## В СТРЕМЛЕНИИ К МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ

В 2013 году KASE получила статус полного члена Всемирной федерации бирж (WFE), что подтверждало соответствие основных аспектов деятельности казахстанской торговой площадки международным стандартам и наилучшей мировой практике. Ведь членство организатора торгов в WFE, как правило, рассматривается регуляторами, ассоциациями инвесторов и крупными инвестиционными компаниями в качестве обязательного условия для выхода на обслуживаемые таким организатором рынки.

Впервые KASE присоединилась к WFE в качестве члена-корреспондента в 1997 году, а в 2008-м получила статус аффилированного члена (аффилированного рынка). С этого времени одной из ключевых задач биржи стало усовершенствование своих процедур, механизмов и сервисов для приведения их в соответствие требованиям, предъявляемым к полным членам WFE.

Результат пяти лет непрерывного совершенствования был по достоинству оценен иностранными экспертами, которые в сентябре 2013 года изучали деятельность KASE в рамках инспекции WFE для подготовки заключения о соответствии. В составе инспектирующей делегации WFE биржу посетили представители Стамбульской, Шанхайской бирж и Биржи Кореи, а также CEO (главное должностное лицо) WFE Хусейн Ерман. И Казахстанская фондовая биржа этот тест с честью прошла.

29 октября 2013 года на заседании 53-й Генеральной ассамблеи WFE в г. Мехико было принято решение об одобрении полного членства KASE в WFE. Это стало одним из самых значительных событий в истории биржи за последние годы, которое символизирует признание KASE как неотъемлемой части глобальной биржевой инфраструктуры и полноправного члена мирового финансового сообщества.

Следующей вехой в достижении лучших мировых практик стало 24 сентября 2015, когда KASE присоединилась к Инициативе Организации Объединенных Наций для устойчивых бирж (Sustainable Stock Exchanges Initiative, SSE). Инициатива SSE была создана Генеральным секретарем Организации Объединенных Наций Пан Ги Муном в 2009 году и представляет собой глобальную площадку, на которой биржи обсуждают возможности для устойчивого развития и проблемы, имеющиеся сегодня на рынке капитала. По сути, присоединившись к SSE биржа добровольно взяла на себя обязательства содействовать повышению уровня раскрытия информации и достижению соответствия международным стандартам в области экологии, социальной сферы и корпоративного управления (ESG) среди листинговых компаний, профессиональных участников рынка и инвесторов.

Финальным аккордом трехлетней работы KASE по укреплению международного имиджа стало подписание в 2015 году сразу нескольких меморандумов со своими международными партнерами и коллегами. В их числе биржа Nasdaq Dubai (в целях обмена опытом и информацией); Megawatt-X (в сфере развития финансирования ветровой и солнечной энергетики); Лондонская фондовая биржа (облегчение доступа инвесторов и эмитентов к рынкам капитала Казахстана и Великобритании, повышение ликвидности акций казахстанских компаний как на KASE, так и на основном рынке LSE), а также Шанхайская фондовая биржа и давний партнер – Thomson Reuters.

## **В поисках стратегического партнера**

Еще в 2011 году одной из ключевых задач для KASE на среднесрочную перспективу было определено привлечение стратегического партнера из числа наиболее быстроразвивающихся бирж и международных финансовых институтов. Эта работа активизировалась в 2013–2015 годах. Наиболее предметно обсуждалась возможность сотрудничества в этом направлении со Стамбульской биржей (BIST), результатом которого стало подписание 15 сентября 2014 года в Стамбуле Рамочного соглашения о стратегическом сотрудничестве.



Соглашение определяло основы для долгосрочного партнерства, в том числе посредством взаимного приобретения акций, и совместную работу во всех сферах биржевой деятельности, в том числе по развитию рынков, продуктов, листинговых процедур и технологий.<sup>22</sup> До конца года специалистами двух бирж изучался опыт проектов по кросс-трейдингу, реализованных другими биржами. В качестве первого шага на пути взаимного допуска участников торгов на биржевые площадки KASE и BIST рассматривалась возможность запуска ETF, корзина которого будет собрана из акций, торгуемых на обеих площадках. Однако продолжения этот проект не получил, и нового стратегического партнера Казахстанская фондовая биржа приобрела только в 2018 году в лице Московской биржи (MOEX).

\* \* \*

Выбрав рыночную модель экономики, Казахстан изначально оказался подвержен всем внешним – региональным и глобальным – рискам и вызовам. И в 2013–2015 годах новая ДКП Национального Банка испытывала особенно сильное влияние внешних шоков. Столь же жёсткому давлению подвергалась сама решимость финансового регулятора и правительства следовать выбранным курсом на инфляционное таргетирование и сохранение режима свободно плавающего обменного курса. Стала нарастать инфляция, а в пересчёте на доллары США заработная плата, тенговые депозиты и иные сбережения обесценились. Именно эти два фактора определяли градус социальных настроений, и именно поэтому обуздание инфляции наряду с дедолларизацией сознания и привычек могли стать залогом успешной денежно-кредитной политики Национального Банка.

В предстоящие годы НБРК было необходимо оперативно решить эти две задачи, прежде чем двинуться по пути дальнейшего углубления реформы финансового рынка, охватив ими все без исключения сектора – банковский, пенсионный, страховой и, конечно же, фондовый. Причем заявленная либерализация фондового рынка отводила ему важное значение, замыкая на нем реализацию стратегии денежного рынка, фондирования реального сектора, развития внутренней инвесторской базы и повышения доходности пенсионных активов.





Глава 7

# БУДУЩЕЕ СОЗДАЕТСЯ СЕГОДНЯ

В ТРЕНДЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

ВРЕМЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

СТРАТЕГИЯ РОСТА

## Глава 7.

# БУДУЩЕЕ СОЗДАЕТСЯ СЕГОДНЯ

На рубеже 2015–2016 годов наступил очередной переломный момент в развитии финансовой системы Казахстана. И именно с 2016 года началась новейшая история KASE как неотъемлемого элемента национального финансового рынка.

## В ТРЕНДЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

### Задачи и условия на старте

В ноябре 2015 года перед новым Председателем Национального Банка Данияром Акишевым были поставлены непростые задачи. Необходимо было стабилизировать ситуацию на валютном рынке, вернуть доверие к регулятору и тенге, возобновить кредитование экономики банками, при этом неуклонно снижать инфляцию, разыгравшуюся на фоне перехода к режиму свободного плавления обменного курса. Серьезные вопросы требовали принятия сложных и, порой, жестких решений, а также параллельной отработки более мелких системных задач. Накопленные в финансовой системе проблемы нужно было решать в условиях, когда национальная экономика испытывала шоки от влияния снижения мировых цен на нефть и санкционной политики США против крупного торгового партнера Казахстана – России.

К началу 2016 года в Казахстане сохранялось инфляционное давление. Инфляция по итогам предыдущего года сложилась на уровне 13,6% при целевом ориентире 6–8%. На фоне замедления темпов экономического развития (рост ВВП в 1,2% стал самым низким значением с 2009 года) и слабой деловой активности наблюдалась стагнация кредитной деятельности казахстанских банков. Объем кредитования экономики на конец 2015 года составил 12,6 трлн тенге, увеличившись всего на 4,7% (для сравнения, в 2013 году прирост оценивался в 7,2%). Доля валютных кредитов составила 33,7%, при этом кредитование в национальной валюте снизилось на 1,9%, а в иностранной валюте увеличилось на 20,7%.

Внешнеэкономический фон характеризовался нормализацией денежно-кредитной политики ведущих центральных банков, замедлением роста крупнейшей экономик мира и спадом на сырьевых рынках. А движения обменных курсов российской валюты и тенге в 2015–2017 годах отражали в основном изменения наиболее важного фундаментального фактора для России и Казахстана – цены на нефть.

Зависимость экономики Казахстана от ресурсной базы, и в особенности от нефтяного сектора, который напрямую обеспечивает около 20% ВВП, порядка 50% доходов республиканского бюджета и примерно 70% экспорта, всегда серьезно обострялась в случаях падения сырьевых котировок. Сохранение квот на объемы добычи нефти странами-членами ОПЕК, укрепление доллара, сланцевая революция в Северной Америке, значительное увеличение запасов нефтепродуктов в США и снятие запрета на экспорт нефти из США, – все это способствовало тому, что цена нефти сорта Brent в 2015 году упала на 46,9% и в среднем за год составила \$52,4 за баррель.

## Новые акценты и инструменты

Для достижения своей основной цели – обеспечения стабильности цен в Республике Казахстан – в сложившихся экономических условиях Национальный Банк решил проводить ДКП с основным акцентом на процентную политику при режиме плавающего обменного курса тенге. Политика инфляционного таргетирования стала среднесрочной. Были установлены целевые ориентиры по инфляции: 2016 и 2017 годы – 6–8% в годовом выражении, 2018 год – 5–7% с последующим постепенным снижением уровня до 3–4% к 2020 году.

Чтобы реализовать эти цели, в первую очередь требовалось стерилизовать избыточную массу тенговой ликвидности, которую не мог освоить реальный сектор. Одновременно необходимо было настроить процентный канал в сторону понижения таким образом, чтобы, с одной стороны, снижать привлекательность долларовых активов, сдерживая спекулятивные атаки на тенге и препятствуя росту девальвационных ожиданий, а с другой – чтобы получить сбалансированный рыночный курс тенге к иностранным валютам, повысить устойчивость базы тенгового фондирования, расширить объемы потребительского и бизнес-кредитования за счет снижения его стоимости.

Главным инструментом Национального Банка для достижения целей по инфляции стала базовая ставка, способная регулировать ликвидность банковской системы, а также влиять на денежный рынок и таргетируемую рыночную ставку. Для НБРК, особенно в первый год после перехода к инфляционному таргетированию, было очень важно соблюсти баланс между рисками финансовой стабильности (т. е. не завязать ставку) и рисками необоснованных девальвационных ожиданий (т. е. не занизить ставку).

По сути, базовая ставка должна была стать символом и постоянным сигналом для рынка о характере проводимой Национальным Банком новой от-

крытой денежно-кредитной политики. В феврале 2016 года НБРК установил базовую ставку на достаточно высоком уровне – 17%. Это позволило значительно увеличить привлекательность тенговых инструментов и, как следствие, снизить девальвационные и инфляционные ожидания, что создавало основу для постепенного снижения базовой ставки в будущем. И это действительно удалось – за три года она была снижена почти вдвое и с 16 октября 2018 года составляет 9,25%.

Сохранение структурного профицита ликвидности, который на начало апреля 2016 года оценивался в 116,7 млрд тенге, на начало 2017-го – 2 трлн тенге, на начало 2018 года – 2,4 трлн тенге, стало основной характеристикой денежного рынка в последние годы. Для изъятия избыточной ликвидности Национальный Банк вернулся к опыту проведения аукционов по продаже своих нот и участию на рынке репо на KASE в качестве заемщика, как наиболее эффективному для этого инструменту.

В первые месяцы выпуска нот спрос на аукционах по их размещению со стороны участников рынка значительно (примерно в 1,5–2 раза) превышал объем предложения, что подтверждало факт наличия у участников рынка избыточной тенговой ликвидности. Ближе к 2017 году спрос на ноты, особенно недельные, стабилизировался и превышал объем предложения в среднем на 20%. Уровень доходности был связан с динамикой базовой ставки. Так, доходность недельных нот плавно снижалась с 18,3% годовых в апреле 2016 года к 11,9% в январе 2017-го, и далее – до 9,25% годовых в начале 2018 года. Доходность более длинных нот формировались на более низком уровне.

Для предоставления ликвидности регулятор использовал аукционы по покупке ценных бумаг из ломбардного списка с обратной продажей, а также операции репо и валютного свопа на площадке KASE.

## Рынок денег: долгожданный баланс

Начиная с декабря 2015 года, Национальный Банк предпринял меры по восстановлению и сохранению баланса на денежном и валютном рынках. Введенный коридор ставок, на верхней границе которого ликвидность предоставлялась, а на нижней изымалась вне зависимости от инструмента – репо или своп, позволил убрать спрэд между ставками по операциям репо и своп-операциям, столь характерный для 2015 года. Это свело на нет спекулятивную привлекательность рынка денег и позволило регулятору беспрепятственно и на рыночной основе стерилизовать его от «излишних» тенге размещением нот.

Второе важное обстоятельство – ликвидность предоставлялась только по ставкам, привязанным к базовой ставке. Получить тенге по более низким ставкам было практически невозможно. С одной стороны, это привело к отказу банков от фондирования на открытом рынке, так как для них это было слишком дорого, а с другой, дисциплинировало участников и заставляло их адаптироваться к новым экономическим условиям.

После первых месяцев турбулентности в 2016 году, связанной с такой адаптацией, ситуация постепенно стабилизировалась. Рынок денег учился работать в увязке с базовой ставкой.

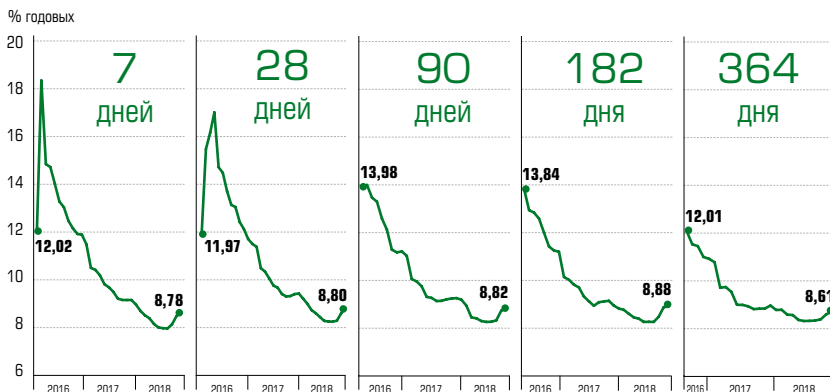
В результате стоимость самых коротких денег на репо и свопах снизились с 80% в декабре 2015 года до 25% на конец января 2016 года. В течение 2018 года колебание денежных ставок заимствования тенге под залог долларов США происходило в пределах 6,40–11,20% годовых; под залог ГЦБ – 8,00–10,00% годовых.

## На пути к дедолларизации

Обменный курс тенге в 2016–2018 годах формировался в большей степени под воздействием двух фундаментальных и обычно взаимосвязанных внешних факторов – мировых цен на нефть и динамики курса российского рубля. Краткосрочные внутренние факторы – периоды уплаты налогов крупными корпоративными участниками и эпизодические усиления девальвационных ожиданий населения – влияли на характер движения национальной валюты намного слабее. Причем, как и было обещано, участие Национального Банка в валютных торгах ограничивалось только сглаживанием таких краткосрочных и спекулятивных колебаний.

С этой же целью предпринимались и технические меры. С 1 октября 2015 года KASE стала публиковать на своем интернет-сайте средневзвешенный биржевой курс тенге к доллару США, рассчитанный по итогам двух сессий – утренней и дневной. Национальный Банк стал использовать данный показатель при установлении официального курса на следующий день. Это позволило из-

## ДОХОДНОСТЬ НОТ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ



бавить официальный курс от определенной доли волатильности, создаваемой спекулятивными движениями.

В целях совершенствования механизма курсообразования и формирования у участников торгов более объективного представления о параметрах спроса и предложения на биржевом рынке доллара США, KASE по просьбе Национального Банка с 15 декабря 2015 года изменила систему отображения котировок в стакане торговой системы. Глубина отображения заявок участников торгов была ограничена пятью наилучшими котировками на покупку и пятью наилучшими котировками на продажу.

С 10 сентября 2018 года официальный курс тенге к доллару США стали устанавливать на основе средневзвешенного биржевого курса инструмента USDKZT\_TOM, то есть по результатам сделок с датой исполнения на следующий рабочий день (система расчетов T+1). Правила установления официального курса тенге к доллару США не менялись, его, как и прежде, определял средневзвешенный биржевой курс по итогам утренней и дневной сессий. Но сменили сам курсообразующий инструмент. Такой переход обосновывался тем, что расчеты T+1 дали возможность лучше управлять ликвидностью и способствовали снижению волатильности на денежном рынке. Переход на T+1 позволил банкам и их крупным клиентам более тщательно относиться к планированию своей ликвидности, а регулятору эффективнее реагировать на ситуацию с ее изменением.

По данным НБРК, уровень финансовой долларизации, выражаемый в доле кредитов экономике, на конец 2015 года составил 61,3%, а уровень долларизации депозитов населения – 79,0%. Дальнейшее пребывание долларовой массы на прежнем уровне значительно ослабляло бы эффек-

### ИНФЛЯЦИЯ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В 2016–2018 ГОДАХ





тивность мероприятий по осуществлению денежно-кредитной политики, усиливая влияние курса доллара США на экономику Казахстана. Кроме того, без дедолларизации обязательств банков полноценное оживление кредитования было бы в дальнейшем невозможным. Поэтому действия Национального Банка были направлены на преодоление предубеждений населения и изменение его поведения, предполагающего долларизацию активов. На пресс-конференциях, через выпуск пресс-релизов и на диалоговых площадках финансовый регулятор объяснял рядовым казахстанцам и участникам рынка свою политику и позицию по наиболее важным вопросам.

Одним из важных инструментов для снижения уровня долларизации стали ставки по депозитам. Для корпоративного сектора ставки по депозитам в иностранной валюте были постепенно снижены с уровня 2,1% годовых в конце 2015 года до 1,3% годовых в октябре 2018 года. Для физических лиц за тот же период они снизились с 2,9% до 1,6% годовых, а в отдельных банках – до 0,5% годовых. Как результат, в октябре 2018 года уровень финансовой долларизации, выражаемый в доле кредитов экономике и в депозитах населения в иностранной валюте составил 23,0% и 49,0%, соответственно.

## Помощь от рынка нефти

В начале 2016 года разворот тренда цены на рынке нефти в сторону уверенного роста создавал предпосылки для укрепления тенге к доллару. Главное положительное влияние на нефтяные котировки оказали вступление в силу соглашения членов ОПЕК и других нефтедобывающих стран о сокращении объемов добычи с начала 2017 года (договоренность «ОПЕК+») и разочарование инвесторов, ожидавших увеличения добычи сланцевой нефти. В первом квартале 2017 года мировые цены нефти Brent уверенно обосновались выше 50 долларов США за баррель, а к началу 2018-го перешли рубеж в 65 долларов США. В результате объем реализуемой внутри страны валютной выручки неуклонно рос, что значительно упростило Национальному Банку решение некоторых задач и, в частности, дедолларизации.

Позитивный внешний фон усилил эффективность предпринятых регулятором мер, которая стала проявляться уже в начале 2016 года. Привлекательность валютных спекуляций на рынке заметно упала и объем торгов долларом США на KASE снизился на 46%. Участники рынка и население стали сокращать позиции в иностранной валюте и все большее предпочтение отдавать тенге и инструментам в нацвалюте. Курс тенге в 2016 году колебался в диапазоне 325,40–380,80 тенге за доллар; в 2017-м – 310,40–345,00 тенге за доллар, укрепившись на 2,1% и 0,3%, соответственно. Причем внутри этих периодов укрепление было более значительным.

## Сложности от ФРС и антироссийских санкций

Далеко не все шло гладко. Системное укрепление тенге к доллару и относительно высокие ставки по инструментам в национальной валюте притягивали зарубежных портфельных инвесторов. Наиболее привлекательными для них были ноты НБРК как безрисковый и относительно высокодоходный инструмент. С марта и до конца 2017 года инвесторы этой категории держали в своих портфелях ноты на сумму 150–200 млрд тенге, а с января по март 2018 года эта сумма выросла до 450 млрд тенге. Однако введение нового пакета антироссийских санкций в конце апреля (с соответствующей реакцией обменного курса рубля) и повышение ставки ФРС привели к резкому оттоку капитала иностранных инвесторов из Казахстана. Они продавали ноты и конвертировали полученные тенге в доллары, тем самым развернув в мае 2018 года тренд обменного курса тенге к доллару в пользу последнего. По данным Центрального депозитария ценных бумаг, к сентябрю 2018 года иностранными инвесторами было выведено из Казахстана около миллиарда долларов.

Несмотря на высокую волатильность рынка иностранных валют, Национальный Банк не стал изменять объявленным принципам. Курс тенге по-прежнему формировался под воздействием объективных факторов, оставаясь в целом рыночным и свободным, хотя ослабление национальной валюты с 320 до почти 380 тенге за доллар США летом и осенью 2018 года мало кем в Казахстане было воспринято позитивно. Регулятор был вынужден отреагировать небольшим повышением базовой ставки и доходности нот. Однако к существенным последствиям для инфляции и процесса дедолларизации это не привело.

Резюмируя, можно сделать вывод о том, что реализация ДКП Национального Банка в итоге привела к спаду ажиотажа на внутреннем валютном рынке, снижению девальвационных ожиданий населения и позволила практически в три раза снизить инфляцию в годовом выражении – с 13,6% в декабре 2015 года до 5,3% в октябре 2018 года.

## Перезагрузка главного бенчмарка

В 2016 году Национальный Банк совместно с Министерством финансов активизировал работу по созданию условий для формирования безрисковой кривой доходности в качестве ориентира стоимости денег на внутреннем рынке. Это было особенно важно, поскольку после отмены фиксированного курса тенге 20 августа 2015 года в Казахстане отсутствовали какие-либо ориентиры по стоимости фондирования тенге на сколько-нибудь продолжительный срок. Кривая, которую строила биржа на протяжении нескольких предыдущих лет, стала неактуальной.

*«На фоне дедолларизации и роста интереса инвесторов к тенговым инструментам формируется новый бенчмарк, которого ждут, – отмечала Алина Алдамберген<sup>4</sup>, возглавившая KASE в феврале 2016 года. – В начале*

2017 года мы ожидаем выход на внутренний рынок Министерства финансов с новыми выпусками МЕКАМ, что также будет способствовать определению справедливой стоимости фондирования в тенге, особенно на средние и длинные сроки. Это позволяет нам предполагать, что будущий год станет более привлекательным для биржевого рынка корпоративных облигаций, и компании реального сектора выйдут на него с интересными проектами и ставками, которые будут приемлемы как для эмитентов, так и для инвесторов».

Линия безрисковой кривой на промежутке до года формировалась за счет выпуска краткосрочных нот Нацбанка. Для ее построения на более длинные, чем это позволяли ноты, сроки Национальный Банк осуществлял в торговой системе KASE продажи ГЦБ Минфина из собственного портфеля со сроками 12, 15 и 17 лет. В 2017 году Министерство финансов выпустило новые облигации со сроками обращения от 2 до 15 лет. В результате совместных действий НБРК, Минфина и KASE впервые за долгое время рынок обрел бенчмарк для определения цены заемного капитала внутри страны. А под давлением падающей инфляции и снижающейся базовой ставки безрисковая кривая доходности в Казахстане приобрела классический вид, когда более короткие по периоду обращения бумаги имеют меньшую доходность, чем длинные.

Благодаря этому в финансовой системе Казахстана был осуществлен переход от высоких фиксированных ставок заимствования в корпоративном секторе к плавающим с ориентирами по базовой ставке и безрисковой кривой доходности ГЦБ. Построение кривой доходности ГЦБ в качестве нового бенчмарка для размещений на рынке корпоративных облигаций сформировало снижающийся ценовой канал. Стоимость заимствования частного бизне-

### ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ОБМЕННЫМ КУРСОМ USD/KZT И ОБЪЕМОМ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ КАЗАХСТАНА У ДЕРЖАТЕЛЕЙ-НЕРЕЗИДЕНТОВ



са постепенно снизилась с 19% до 11% годовых. Для квазигосударственного и финансового сектора за счет более высокой степени надежности эмитентов цена заимствования упала еще значительней – с 18% до 9% годовых.

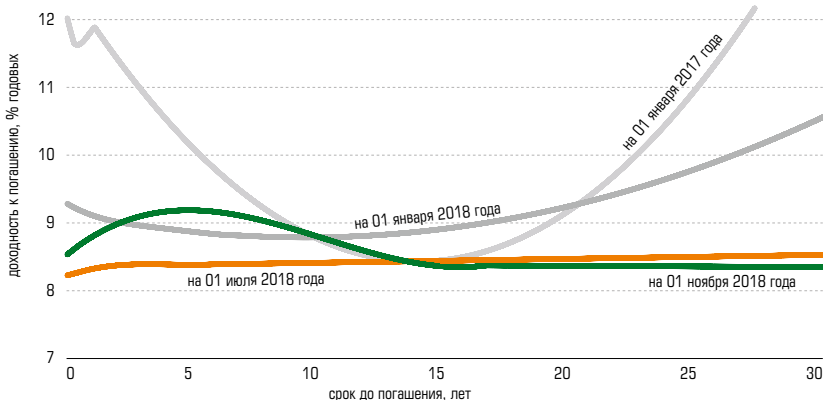
И все же, в кредитной системе Казахстана пока так и не произошло постепенного повышения доступности долгосрочных займов корпоративному сектору за счет снижения ставок заимствования. Начиная с 2016 года ставка кредитования на срок выше 5 лет в национальной валюте сохранялась в среднем на уровне выше 15% годовых. При этом в октябре 2018 года на долгосрочные займы приходилось около 85% в общем кредитном портфеле экономики.

К дальнейшему снижению ставок на рынке должны привести два последних взаимосвязанных проекта, реализованных Национальным Банком – включение ГЦБ в список ценных бумаг, рассчитываемых в системе Clearstream, и перевод рынка ГЦБ на систему расчетов T+2.

Новая международная линия для казахстанского рынка была запущена Clearstream<sup>2</sup> 30 июля 2018 года. По мнению Национального Банка, реализация проекта позволила углубить интеграцию с международными финансовыми рынками и увеличить приток дополнительных портфельных инвестиций на наш рынок, так как доступ на него иностранным инвесторам был упрощен.

Чтобы в полной мере реализовать преимущества открытой Clearstream линии, НБРК совместно с Министерством финансов Казахстана и KASE приступили к работе над вторым проектом, направленным на изменение системы расчетов по ГЦБ на первичном и вторичном рынках с T+0 на T+2. В качестве первого шага с 15 октября 2018 года аукционы по размещению краткосрочных нот Национального Банка стали проводиться с расчетами по схеме T+2. На эту же схему все расчеты с ГЦБ переведены на KASE с 4 декабря 2018 года. Все это создало максимальный комфорт для участия на казахстанском рынке ГЦБ ино-

### БЕЗРИСКОВАЯ КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ КАЗАХСТАНА



Инициатива Главы государства Н.А. Назарбаева по созданию Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в качестве финансового хаба для стран СНГ, а также всего региона Западной и Центральной Азии, была озвучена в мае 2015 года, когда было опубликовано «Планы нации – 100 шагов по реализации 5 институциональных реформ Президента» в соответствии с которым предусмотрено (шаги 70–73):

- Создание МФЦА на базе инфраструктуры AstanaExpo 2017 с приданием ему специального статуса. Закрепление особого юридического статуса финансового центра в Конституции.
- Создание независимой судебной системы с собственной юрисдикцией, которая будет функционировать на принципах английского права. Судейский корпус формируется из числа иностранных специалистов. В перспективе финансовый хаб Казахстана должен войти в 20 передовых финансовых центров мира.
- Разработку Стратегии развития МФЦА со специализацией на обслуживании рынков капитала и исламском финансировании. Развитие новых видов элитных финансовых услуг, в том числе в сфере Private Banking и управление активами. Введение в центре либерального налогового режима. Внедрение по примеру Дубая принципа инвестиционного резидентства.
- Введение английского языка в качестве официального на территории МФЦА. Самостоятельное законодательство центра должно составляться и применяться на английском языке.
- Обеспечение международной транспортной доступности финансового центра. Создание сети регулярного и комфортного авиасообщения МФЦА с ведущими финансовыми центрами.

19 мая 2015 года был подписан Указ Президента Республики Казахстан «О Международном финансовом центре «Астана».

7 декабря 2015 года был принят Конституционный закон Республики Казахстан «О Международном финансовом центре «Астана», который закрепил статус и параметры функционирования МФЦА. Для управления центром было создано АО «Администрация Международного финансового центра «Астана».

В качестве основных направлений деятельности МФЦА определены развитие рынка капитала, управление активами, управление благосостоянием состоятельных частных лиц, исламские финансы, новые финансовые технологии.

В рамках МФЦА планировалось запустить фондовую биржу, оснащенную новейшими торговыми и расчетными технологиями и работающую в рамках английского права. Примечательно, что в первом проекте МФЦА роль такой биржи отводилась KASE, которую предполагалось соответствующим образом модернизировать. Однако в последующем руководство МФЦА пошло по пути создания на территории центра новой биржи, получившей название AIX (Astana International Exchange), торжественное открытие которой состоялось 1 июля 2018 года с участием Президента страны.

странных инвесторов и заложило фундамент для их появления на внутреннем рынке, как минимум, облигаций квазигосударственных компаний.

## ВРЕМЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Одним из результатов проведения новой денежно-кредитной политики Национального Банка стали благоприятные предпосылки для инвестиций в казахстанские ценные бумаги, которые сложились в 2016–2017 годах и первой половине 2018 года. Конъюнктура фондовых рынков США и Европы ухудшалась, в то время как в Казахстане наблюдались относительно высокие процентные ставки на фоне постепенного укрепления и стабильности тенге. Ценные бумаги, в особенности еврооблигации и акции с их возможностью получения дивидендного дохода, стали играть роль выгодной альтернативы долларovým депозитам, ставки доходности по которым за трехлетний период стремительно снизились. На фоне дестабилизации некоторых крупных казахстанских банков факт наличия налоговых преференций и интересных инструментов инвестирования перевесил чашу весов выбора розничных инвесторов в сторону открытого фондового рынка. Как следствие, существенно возросла торговая активность на вторичном рынке долевых ценных бумаг, в большей степени по акциям Индекса KASE. Если в 2015 году объем сделок на вторичном рынке акций (без учета сделки по покупке НБРК десятипроцентного пакета акций АО «НК «КазМунайГаз») составлял 149,6 млрд тенге, то уже в следующем году он вырос до 249,4 млрд тенге, а в 2017-м – до 261,8 млрд тенге.

Благодаря повышенному спросу на акции Индекса KASE со стороны инвесторов, в 2016–2017 годах индекс «голубых фишек» казахстанского фондового рынка смог показать взрывную динамику, не наблюдавшуюся со времен финансового кризиса 2008 года. Прибавляя ежегодно более 55%, в итоге за два года Индекс KASE поднялся с 858,79 до 2 162,69 пунктов и, по данным информационного агентства Bloomberg, вошел в топ-3 фондовых индексов развитых и развивающихся биржевых площадок мира по скорости роста.

Активность розничных инвесторов помогла им занять преобладающую долю в структуре инвесторов. В последние три года она составила на вторичном рынке акций в среднем 55%, а количество индивидуальных счетов в системе учета Центрального депозитария достигло 113 679 по итогам октября 2018 года.

В июле 2016 года на KASE состоялась подписка на простые акции АО «Актюбинский завод металлоконструкций», продолжив тренд малых IPO, заложенный в предыдущем году. В рамках размещения компания привлекла 800 млн тенге. Суммарный спрос при подписке достиг 2 975,3 млн тенге и превысил объем предложения в 3,7 раза. Спрос со стороны брокерских компаний составил 8,9% от предложения; юридических лиц – 12,7%; а физических лиц – 350,3% от предложения, что подтвердило высокий потенциал частной инвесторской базы.

Примечательно, что данное размещение продемонстрировало возможности замещения заемного капитала привлеченным акционерным.

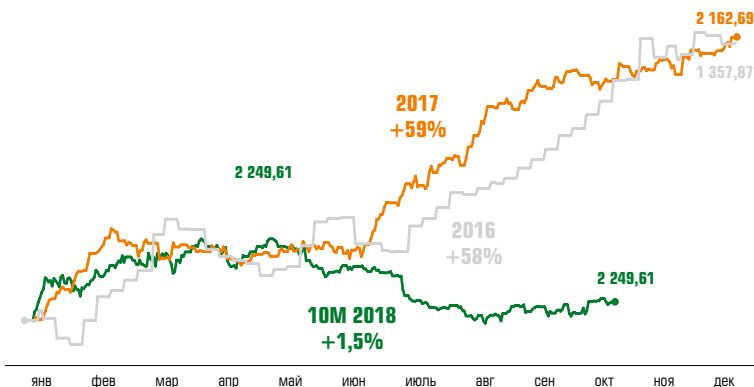
В условиях перекредитованности средних предприятий такой опыт оказался востребованным.

Очередным доказательством повышения интереса инвесторов к инструментам, деноминированным в тенге, стали еще два размещения акций, прошедшие на торговой площадке KASE в 2017 году. В марте АО «БАСТ» в ходе вторичного размещения (SPO) привлекло 1,1 млрд тенге. Спрос со стороны физических лиц оценивался в 1 121,1 млн тенге, или 96,6% от всего объема спроса. IPO АО «Банк Астаны», проведенное в конце июня, аккумулировало средства инвесторов на сумму 6,5 млрд тенге. Спрос при подписке достиг 7 549,7 млн тенге и превысил первоначально объявленный объем предложения в 1,5 раза, причем 93,5% привлеченных денег дали розничные инвесторы.

В целом, стабильность тенге вкупе со снижением инфляции и активизацией маркетинговой деятельности KASE на фоне восстановления экономики Казахстана привели к росту количества компаний, ценные бумаги которых вошли в официальный список биржи. Процедуру листинга на KASE в 2017 году прошли 37 выпусков облигаций 25 эмитентов и 11 выпусков 11 эмитентов на рынке акций, что продемонстрировало лучшую динамику за всю историю биржи. Капитализация рынка акций KASE достигла к концу года исторически максимального значения в 17 трлн тенге, так же как и количество эмитентов акций, включенных в торговые списки KASE (111), и количество наименований акций (129).

Положительные сдвиги наблюдались и на рынке корпоративного долга. Продолжение снижения инфляции, и, как следствие, снижение базовой ставки с 17% годовых в январе 2016 года до 9,25% годовых в октябре 2018 года оказало позитивное влияние на стоимость заимствования для бизнеса, которая в 2015–2016 годах была очень высока. Кроме того, Национальный Банк и Министерство финансов завершили построение новой безрисковой кривой доходности, которая стала ориентиром для казахстанских компаний при определении ставки возврата заемного капитала.

## ИНДЕКС KASE В 2016–2018 ГОДАХ



Все это привело к оживлению организованного рынка корпоративных облигаций. Объем биржевых операций увеличивался как на вторичном, так и первичном рынках. Цена биржевых размещений в последние два года установилась между 9,5 и 15% годовых. Кроме того, под воздействием обрисованных факторов структура инвесторов первичного рынка корпоративных облигаций стала претерпевать позитивные изменения. Доля участия ЕНПФ в размещениях 2017 года не превысила 8,1% против 89,5% в 2016 году. Наиболее активными среди инвесторов стали юридические лица, не являющиеся институциональными инвесторами. Доля их составила 43,7% против 16,9% в 2016 году. Позитивный факт участия широкой базы институциональных инвесторов сохранился и в 2018 году.

## СТРАТЕГИЯ РОСТА

Рыночные рекорды не стали поводом для KASE почивать на лаврах. Ведь в современном мире выигрывает только тот, кто способен быстро меняться. Подтверждением стратегического стремления KASE к прогрессивным переменам, символом ее новейшей истории и уверенности в своем успехе стал новый бренд, родившийся в 2016 году.

Прежний бренд оставался успешным на протяжении предыдущих 20 лет. Именно с ним закладывалась инфраструктура фондового рынка Казахстана. Поэтому опираясь на солидную историю достижений биржи, было принято решение сохранить на ключевой графический элемент бренда – треугольник, трансформировав его в призму и тем самым предав ему иное значение. Каждая из граней треугольной призмы KASE символизирует устремленность биржи в будущее, открытость и доступность, стабильность и надежность, профессионализм и нацеленность на успех. Зеленый цвет призмы – цвет гармонии, роста, новых перспектив, безопасности и благополучия. Таким образом, новый бренд биржи стал олицетворять новый этап развития KASE, в котором стремление к динамичному росту основывается на богатом опыте прошлого и сохранении традиций.

За ребрендингом KASE последовало обновление ее «лица» в сети Интернет – официального корпоративного сайта. Являясь одним из основных информационных ресурсов о фондовом рынке Казахстана, он вообрал в себя огромный объем информации о членах биржи, листинговых компаниях и финансовых инструментах, торгуемых на площадках KASE. Отличительными чертами нового сайта [www.kase.kz](http://www.kase.kz) стали его технологичность, дружелюбный упрощенный дизайн и высокая информативность, которая обусловлена значительным ежедневным потоком информационных сообщений, формируемых в режиме реального времени на трех языках: казахском, русском и английском. Свой новый сайт KASE запустила в промышленную эксплуатацию 3 января 2018 года.

Но главным символом обновления KASE стала стратегия ее развития на 2016–2018 годы, в которой были обозначены три вектора: «Развитие биржевого рынка», «Повышение клиентоориентированности биржи и ее услуг»



и «Повышение эффективности и конкурентоспособности биржевого бизнеса». Стратегия сохранила преемственность задач, над которыми KASE работала много лет – рост количества эмитентов ценных бумаг, расширение инвесторской базы и внедрение новых технологий. Но в решении этих задач появились новые нюансы.

## Разным эмитентам – разные площадки

На протяжении всего существования KASE стремилась к созданию необходимых условий для финансирования компаний на открытом фондовом рынке. В Казахстане действует большое количество компаний средней и малой капитализаций, которые вносят весомый вклад в ВВП страны. Поэтому новым целевым сегментом KASE стали растущие компании средней капитализации, в том числе находящиеся на начальном этапе развития бизнеса. Доступность для них биржевого рынка было решено обеспечить через трансформацию листинга, разработку и внедрение новых инструментов, проведение гибкой тарифной политики.

В 2017 году биржа завершила проект по трансформации официального списка ценных бумаг и реформированию требований к листинговым ценным бумагам и инициаторам их допуска. В новой структуре официального списка стали параллельно функционировать три площадки: «Основная» – для ценных бумаг крупных компаний, «Альтернативная» – для средних и небольших эмитентов и «Смешанная» – для ценных бумаг иного качества и формата, куда отнесены ГЦБ, паи инвестиционных фондов, производные ценные бумаги и ценные бумаги МФО. В основу новой структуры легла международная практика деления биржевого рынка на две составляющие – основной рынок (Main Market) и альтернативный (Alternative Investments Market). По результатам трансформации KASE получила более прозрачную, понятную и удобную структуру официального списка для всех категорий инвесторов, эмитентов и других заинтересованных лиц. Биржа облегчила доступ к фондовому рынку сравнительно небольшим компаниям, получила возможность проводить более эффективную стратегию по привлечению новых эмитентов и инвесторов. Благодаря новому подходу Национального Банка, который расширил полномочия биржи в части создания новых площадок и секторов в структуре официального списка и введению листинговых требований, KASE обрела большую гибкость в управлении и совершенствовании листинговых требований.

К примеру, на площадке «Альтернативная» были существенно снижены листинговые требования и размеры листинговых сборов, а требования по раскрытию информации предъявляются только в рамках установленных казахстанским законодательством. С момента запуска альтернативной площадки в июне 2017 года количество эмитентов ценных бумаг увеличилось с 51 до 59, а количество выпусков ценных бумаг – с 61 до 71 по состоянию на октябрь 2018 года.

В целом же, при содействии Национального Банка, в 2017 году были упрощены процедуры для эмитентов по выходу на фондовый рынок, оптимизированы требования в отношении регистрации выпуска ценных бумаг и раскрытия информации перед инвесторами.

В июне 2018 года KASE открыла площадку KASE Startup, призванную прежде всего наладить коммуникации между стартап-компаниями и инвесторами. Создание такой нетрадиционной для бирж площадки направлено, в первую очередь, на то, чтобы помочь молодому и перспективному бизнесу найти финансирование на его реализацию. Второй задачей являлось желание KASE создать в компаниях возможность к раскрытию информации и поиску инвесторов на открытом рынке. Для этой площадки был создан официальный сайт по адресу <https://startup.kase.kz/>. За шесть месяцев функционирования KASE Startup допуск на нее получили шесть компаний: ТОО «РАСК MAN», ТОО «Allavin», ТОО «Подпиши Онлайн», ТОО «Smart Production», ТОО «Elephant Management» и «REEF Центробежные технологии». Благодаря реализации данного проекта молодые компании стали более публичными, а фонды прямых инвестиций и частные инвесторы получили комплексный доступ к информации о начинающем бизнесе. Опираясь на технологии работы с эмитентами и инвесторами, отточенные за 25 лет, биржа сформировала оптимальные требования к стартап-компаниям, которые заинтересованы в привлечении инвестиций в капитал.

Еще одним альтернативным источником финансирования для компаний без необходимости получения публичного статуса стала площадка KASE Private Market, которая предназначена для субъектов МСБ в организационно-правовой форме ТОО. Ее запуск в июне 2018 года открыл для всех видов инвесторов новые возможности приобретения долей участия в перспективных проектах и диверсификации своих инвестиционных портфелей. У фондов прямых инвестиций появилась возможность привлекать инвестиции как на этапе привлечения финансирования, так и на этапе выхода из проектов, а казахстанские малые и средние предприятия получили доступ к долевым финансированию. Появление такой альтернативы заёмному финансированию, позволило стимулировать процесс привлечения инвестиций в сферу МСБ.

Одна из главных задач KASE — предоставление казахстанским компаниям доступа к публичному рынку капитала. И такая работа ведется как с потенциальными эмитентами, так и с действующими.

В 2016–2018 годах KASE значительно расширила свое присутствие в регионах Казахстана, наращивая масштабы взаимодействия с потенциальными эмитентами и инвесторами. На бирже была создана база данных таких казахстанских компаний, которые потенциально удовлетворяют существующим листинговым требованиям или могут войти в их число при относительно небольшой доработке. С 2016 года мероприятия по взаимодействию с потенциальными эмитентами из этой базы данных стали проводиться на системной основе при поддержке Национальной палаты предпринимателей «Атамекен», Фонда развития предпринимательства «ДАМУ», областных и городских акиматов в регионах. В апреле 2016 года для повышения эффективности совместных усилий по продвижению отечественного фондового рынка как источника финансирования, альтернативного банковскому кредиту, был подписан меморандум о сотрудничестве между биржей и НПП «Атамекен». Инициатива биржи также была поддержана казахстанскими брокерскими фирмами, юридическими и аудиторскими компаниями, представители которых вместе с ра-

ботниками биржи выступали спикерами на «круглых столах» и встречах с предпринимателями в регионах. Они разъясняли преимущества фондового рынка и действия, которые следует предпринять для привлечения финансирования. В общей сложности с 2016 года было проведено более 20 таких мероприятий.

С июня 2018 года Биржа начала работу с отраслевыми ассоциациями и профессиональными объединениями. Преимущество такого сотрудничества заключается в том, что такие ассоциации объединяют совершенно разные по размеру компании – малый, средний и крупный бизнес страны. Взаимодействие с ними выстроено сразу по трем направлениям. Для привлечения членов ассоциаций на биржу работа ведется непосредственно с компаниями. Распространение информации о бирже и ее услугах эффективнее осуществлять через ассоциации, так как они уже располагают информацией о предприятиях и знакомят KASE с интересующими компаниями. Третье направление – участие в мероприятиях ассоциаций с целью презентации возможностей биржи перед их членами, а также приглашение ассоциаций и их членов на мероприятия KASE и вовлечение их в обучающие программы.

Важным каналом для взаимодействия с действующими эмитентами стало проведение «Дней эмитента». Цель проекта – внедрение практики взаимодействия листинговых компаний со своими инвесторами, выстраивание диалога между менеджментом компании и ее акционерами, повышение прозрачности листинговых компаний. В 2016–2018 годах «День эмитента» проводили АО «KEGOC», АО «КазАгроФинанс», АО «Кселл», АО «КазТрансГаз», АО «Банк развития Казахстана».

*Одновременно биржа работала над повышением прозрачности деятельности эмитентов через изменение требований к их отчетности. «Мы продвинулись достаточно хорошо в вопросе критериев раскрытия информации. Например, в 2015 году было введено требование по составлению годового отчета компаниями, которые находятся в листинге. Были установлены правила составления годового отчета, – рассказывает заместитель председателя KASE **Наталья Хорошевская**. – Нашей целью было ориентировать компании не только на раскрытие финансовых отчетов и корпоративных событий, но и предоставлять инвесторам подробную информацию о том, как и почему у компании сложились такие показатели, насколько компания следует своей стратегии, и насколько прозрачна структура принятия решений»<sup>4</sup>.*

В рамках присоединения к Инициативе Организации Объединенных Наций «Устойчивые фондовые биржи» (Sustainable Stock Exchanges Initiative), KASE разработала для листинговых компаний, вне зависимости от их размера, отраслевой принадлежности или местонахождения, методику по составлению отчета по критериям экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления – Environmental, Social and Governance. Раскрытие корпоративной отчетности, наряду с финансовой отчетностью, становится стандартом для публичных компаний на развитых рынках капитала и представляет

растущий интерес для инвесторов и акционеров. Это позволяет им сформировать адекватную оценку деятельности компании на долгосрочный период. В последнее время следование принципам ESG стало мировым трендом.

Кроме того KASE начала регулярно проводить бесплатные обучающие мероприятия, направленные на повышение уровня корпоративного управления в листинговых компаниях. В рамках обучающих сессий предоставляется информация не только об основах корпоративного управления, но и по отдельным аспектам корпоративной отчетности, таким, как раскрытие информации, подготовка годовых отчетов, взаимодействие с инвесторами и другие.

## Привлечение через обучение

Биржевой рынок – это место где встречаются эмитенты и инвесторы. И вся история Казахстанской фондовой биржи лишь подтверждает, что лучший стимул для появления новых эмитентов на биржевую площадку – это наличие широкого пула потенциальных инвесторов.

Стратегия KASE определила два вектора увеличения активности частного инвестора на казахстанском фондовом рынке – привлечение интереса молодого поколения и популяризация этого вида инвестирования среди широких слоев населения.

В рамках первого вектора биржа договорилась о проведении просветительской работы в высших учебных заведениях Казахстана. Цель такого сотрудничества – повышение осведомленности преподавательского состава и студентов о рынке ценных бумаг, развитие у студентов практических навыков в области инвестирования, обмен аналитической информацией об основных тенденциях рынка. Кроме того, для формирования практического опыта и повышения финансовой грамотности студентов KASE продолжила проект «Биржевой симулятор».

В рамках реализации второго вектора с 2016 года биржа возобновила проведение «Конкурса розничных инвесторов». Проект призван привлечь внимание широких слоев населения к фондовому рынку, рассказать об альтернативных способах вложения денег в финансовые инструменты, заинтересовать возможностями биржевой торговли. Участники конкурса соревнуются в умении инвестировать деньги на реальном рынке, заключая сделки купли-продажи с акциями представительского списка Индекса KASE. Конкурс 2017 года, показал рекордные цифры за все годы его проведения. Количество участников достигло 1 808. Ими было заключено 12 224 сделки на сумму более 1 550 265 тыс. тенге, что составило 42% от общего количества сделок с акциями представительского списка Индекса KASE, заключенных в этот период в торговой системе биржи.

Другая важная составляющая этого направления – проведение обучающих семинаров для розничных инвесторов. С начала 2018 года KASE запустила программу обучения «Как торговать на рынке ценных бумаг». Ее цель – повышение уровня осведомленности населения Казахстана об отечественном фондовом рынке и его возможностях. Обучающие семинары проводятся ежеквартально и бесплатно для всех желающих. Спикерами выступают работники биржи и пред-

ставители брокерских компаний. Программа призвана дать слушателю полное понимание инфраструктуры фондового рынка и его основных элементов.

## «Пограничный» прорыв

KASE является признанной организацией в мировом биржевом сообществе, и ее показатели учитываются при позиционировании Казахстана в глобальных рыночных рейтингах FTSE, S&P и MSCI. В 2017 году агентство FTSE повысило статус Республики Казахстан до уровня Frontier market в своей классификации финансовых рынков. В ежегодном обзоре Консультативного комитета FTSE Russell (Financial Times Stock Exchange group), опубликованном в сентябре 2017 года, Казахстан официально вошел в список «пограничных» рынков. Повышение статуса стало результатом работы KASE на протяжении последних лет по внедрению расчетов T+2 на фондовом рынке. Для международных инвесторов при принятии инвестиционных решений позиция Казахстана в страховых классификаторах рынков капитала является важным индикатором, отражающим степень развития фондового рынка.

Впереди новая цель – повышение статуса с уровня Frontier до Emerging Markets (Развивающиеся рынки). Дальнейшее улучшение позиций Казахстана в международных классификаторах рейтинговых агентств благодаря планомерному развитию надежной биржевой инфраструктуры позволит расширить клиентский пул, и, как следствие, повысить ликвидность торгуемых инструментов.

## Новые инструменты...

Реагируя на конъюнктуру рынка, особенностью которой в 2016–2018 годах стала повышенная волатильность ставок и обменного курса, в 2016 году KASE разработала и запустила новый продукт – «Коммерческие облигации». От стандартных облигаций отличиями этого инструмента стали упрощенная и ускоренная процедура регистрации и листинга, короткий срок обращения, а также сниженные листинговые сборы. Такие долговые бумаги позволили листинговым компаниям оперативно привлекать финансирование для пополнения оборотных средств, а инвесторам ограничить риски за счет небольшого срока их обращения. С момента внедрения этим инструментом уже воспользовались одиннадцать эмитентов. Процедуру листинга прошли двенадцать выпусков, объем заимствований составил 22,6 млрд тенге, а доходность при размещении варьировалась в диапазоне 11,00% – 14,88% годовых. Коммерческие облигации торгуются и на вторичном рынке. Совокупный объем сделок с ними с момента запуска по октябрь 2018 года составил 11,1 млрд тенге.

Активизация фондового рынка и торгов акциями Индекса KASE привела к новому событию в истории жизни биржи. На Индекс KASE запустили первый биржевой инвестиционный фонд, зарегистрированный в соответствии с законодательством Ирландии. 16 октября 2018 года на площадке Московской биржи

прошел листинг и состоялось официальное открытие торгов акциями биржевого инвестиционного фонда (Exchange Traded Fund, ETF) на Индекс KASE под управлением FinEx Investment Management LLP. АО «Фридом Финанс» предоставило экспертизу по рынку Казахстана и необходимую брокерскую инфраструктуру. FinEx Investment Management LLP выступило провайдером индексного фонда, обеспечило его функционирование и выстроило взаимодействие со всеми необходимыми сторонами экосистемы, а KASE в качестве провайдера индекса ежедневно обеспечивает FinEx Investment Management LLP необходимыми данными.

При открытии торгов генеральный директор ИК «Фридом Финанс» **Тимур Турлов** прокомментировал запуск этого продукта: «Это первый в истории ETF на активы казахстанского рынка. Я уверен, что инструмент будет пользоваться спросом у широкого круга инвесторов. За три года индекс фондовой биржи KASE повысился в 2,5 раза, показав лучший результат среди развивающихся рынков. По нашим оценкам, потенциал дальнейшего роста Индекса KASE от текущих уровней превышает 28%. Институциональные инвесторы, уже торгующие на фондовой бирже Казахстана, получают возможность легко составить индексный портфель. А в будущем предусматривается создание условий для того, чтобы также комфортно хеджировать риски по локальным казахстанским бумагам. Ликвидность инструмента обеспечивает маркет-мейкер. С появлением ETF на Индекс KASE увеличится известность и доступность рынка акций Казахстана, а площадка Московской биржи, на мой взгляд, оптимальна для популяризации его инструментов».<sup>5</sup>

ETF на Индекс KASE торгуется в рублях и привязан к стоимости акций, выраженных в казахстанских тенге. До конца 2018 года KASE планирует провести листинг данного ETF на своей площадке и открыть торги его акциями в тенге.

### ...И НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА

В 2016 году KASE инициировала проект по предоставлению брокерским организациям – членам KASE – прямого доступа на биржевой валютный рынок. В течение 2017 года совместно с Национальным Банком был разработан план, согласно которому допуск брокерских организаций на этот рынок предполагается осуществить в два этапа. На первом этапе брокеры уже допущены к торгам в режиме полной предварительной поставки продаваемой и/или оплаты покупаемой иностранной валюты с ограничением обслуживания только физических лиц с ежедневной нетто-позицией, не превышающей 100 тыс. тенге. Во второй половине 2017 года были подготовлены изменения в соответствующие нормативно-правовые акты Национального Банка и правила биржи, а также начаты работы по техническому обеспечению допуска брокерских организаций на валютный рынок. Эти подготовительные процедуры, включая ввод в действие нормативных документов, были завершены в первой половине 2018 года.

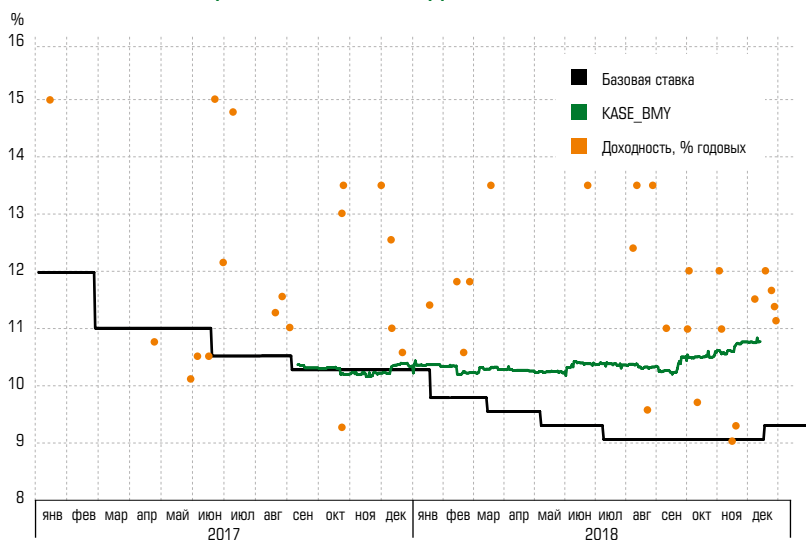
Законом Республики Казахстан от 2 июля 2018 года №166-VI в Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» были внесены нормы, расширяющие права брокера и (или) дилера на отдельные виды банковских операций, такие как открытие и ведение банковских счетов физических лиц; переводные операции; банковские заемные операции; организация обменных операций с иностранной валютой, за исключением организации обменных операций с наличной иностранной валютой.

Главной целью открытия доступа брокеров и их клиентов к торгам на валютном рынке стало расширение количества участников торгов и упрощение процедуры конвертации валюты брокеров и их клиентов при совершении операций на рынке ценных бумаг.

Продолжая повышать уровень сервиса при торговле в иностранных валютах, с 17 сентября 2018 года KASE запустила торги еврооблигациями с расчетами в долларах США. Цель данного проекта – обеспечение доступа к торгам и расчетам долговыми ценными бумагами, номинированными в иностранной валюте, без проведения дополнительных процедур конвертации. Благодаря этому листинговые долговые ценные бумаги, номинированные в иностранных валютах, теперь торгуются на KASE по схеме T+0 с расчетами в казахстанских тенге и с расчетами в долларах США с применением схемы расчетов T+2.

В результате значительного интереса со стороны профессиональных участников рынка расширена линейка инструментов на рынках иностранных

## РЫНОЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 2017–2018 ГОДОВ\*



\* без учета размещений, проводимых в рамках Программы повышения финансовой устойчивости банковского сектора Республики Казахстан

валют и операций валютного свопа: в течение 2017–2018 годов запущены торги по юаню Китайской Народной Республики и российскому рублю за тенге с расчетами по схемам T+1 и T+2; в апреле 2018 года открыты торги операциями валютного свопа в отношении валютных пар CNY/KZT и RUB/KZT.

В ближайших планах KASE запуск своп-операций с датами исполнения до трех месяцев и более (длинные свопы). При этом планируется использовать современную систему управления рисками с частичным обеспечением открытых позиций.

## Хорошая биржа – открытая биржа

В последние годы KASE продолжила активно расширять линейку информационных продуктов. В 2017 году биржа запустила сервис поставки рыночных данных клиентам для использования в их внутренних системах без дальнейшего распространения. Данные биржи стали предоставляться как серийный продукт с правом их использования клиентами при производстве собственных продуктов, например, индексов. В связи с закрытием ИАФР «ИРБИС» KASE стала поддерживать и совершенствовать информационный терминал IRIS Finance, а новости KASE были оформлены как отдельный продукт. Был запущен современный информационный канал @KASEInfoBot в приложении Telegram.

@KASEInfoBot стал первым продуктом KASE, распространяемым через мобильный мессенджер (не считая приложения IRISMobile, запущенного дочерним ИАФР «ИРБИС» в конце 2013 года и не поддерживаемого с мая 2018 года). Причем продуктом востребованным – по итогам 10 месяцев 2018 года количество подписчиков бота KASE достигло 3 000 человек.

В рамках реализации стратегии, повышения финансовой грамотности о работе финансовых рынков и популяризации фондового рынка KASE возобновило предоставление аналитических материалов и раскрытие информации о результатах своей деятельности и работы биржевого рынка через СМИ и другие общедоступные каналы коммуникаций. Информационный инструментарий биржи включает в себя официальные сообщения в СМИ, комментарии и ответы на частные запросы, интервью и публикации, выпуск информационно-разъяснительных материалов, мероприятий по продвижению биржевого рынка и KASE, в том числе и в социальных сетях. Новым каналом коммуникаций со СМИ стали ежемесячные и внеочередные медиабрифинги KASE, проводимые наряду с ежеквартальными пресс-конференциями.

С апреля 2017 года при поддержке KASE были запущены программы на телеканале Atameken Business Channel (ныне Atameken TV), которые ведутся аналитиками биржи и освещают результаты биржевых торгов, ситуацию на финансовых рынках, проекты KASE и казахстанский фондовый рынок в целом. Эфир KASE представлен тремя циклами: ежедневная телепередача «В курсе», «Еженедельник KASE» и программа «Фондовый рынок. Статус PRO».



## Сервисы и технологии – во главу угла

Работая над повышением ликвидности акций и привлекательностью своего рынка для иностранных инвесторов в 2016–2017 годах KASE перевела наиболее ликвидные акции (первый класс ликвидности) на схему расчетов T+2 с нетто-клирингом и частичным обеспечением по системе единого лимита, в качестве частичного обеспечения позиции участники могут использовать, наряду с деньгами, акции других наименований, включенных в систему клирингового обслуживания. При этом портфель участника торгов непрерывно оценивается по рыночной стоимости с учетом соответствующих дисконтов и лимитов концентрации, устанавливаемых биржей.

В целях совершенствования системы управления рисками на валютном рынке в первом полугодии 2017 года была актуализирована внутренняя нормативная база, регламентирующая процедуры по управлению рисками и урегулированию дефолтов. Был определен порядок взаимодействия KASE и Национального Банка в части урегулирования дефолтов, при которых НБРК вправе выступить провайдером ликвидности, предоставляя бирже возможность оперативно привлекать необходимые для урегулирования дефолта средства. С 9 февраля 2017 года на валютном рынке введен дополнительный элемент системы управления рисками – лимит открытия позиции участника в зависимости от величины его гарантийного взноса, который стал реакцией биржи на снижение кредитоспособности отдельных банков.

Однако KASE пошла дальше. Учитывая многостороннюю систему биржевых расчетов и оперирование крупными суммами денег членов биржи и их клиентов, KASE внедряет институт Центрального контрагента (ЦК), в функции которого входят обеспечение стабильности на обслуживаемых рынках за счет осуществления современной системы управления рисками и предоставление участникам услуг, которые позволяют эффективно использовать направляемые на рынок средства. С 2012 года биржа исполняет функции ЦК на срочном рынке, а с 1 октября 2018 года приступила к выполнению таких функций на самом крупном биржевом рынке – рынке иностранных валют. В дальнейшем функции ЦК планируется внедрить на остальных биржевых рынках – фондовом и рынке денег. Становясь стороной сделок для каждого участника рынка, биржа как ЦК гарантирует их исполнение. Внедрение функций ЦК способствует повышению надежности и ликвидности всех сегментов биржевого рынка.

Целью динамичного реформирования инфраструктуры финансового рынка Казахстана является повышение его конкурентоспособности и приведение инфраструктуры в соответствие с международными стандартами.

В рамках подписанного Национальным Банком Казахстана в ноябре 2018 года Многостороннего Меморандума о взаимопонимании по вопросам консультаций, сотрудничества и обмена информацией с Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) биржа планирует проводить ежегодную самооценку на соответствие Принципам для инфраструктур финансового рынка (ПИФР)<sup>7</sup>.

## Выбор стратегического партнера

Историческим событием для KASE стало обретение стратегического партнера в лице Московской биржи (MOEX). Соглашение о стратегическом сотрудничестве и ряд сопутствующих документов, подписанных 10 октября 2018 года, предусматривают приобретение торгово-клиринговых систем MOEX, запуск Центрального контрагента на всех биржевых рынках и приобретение MOEX до 20% уставного капитала KASE до конца 2019 года.

Основными целями сотрудничества двух бирж являются расширение доступа инвесторов и участников торгов на биржевые рынки Казахстана и России на базе единой технологической платформы; повышение надежности инфраструктуры и снижение рыночных рисков за счет развития института центрального контрагента; содействие выходу KASE на публичный рынок и использование опыта Московской биржи для проведения первичного размещения акций KASE.

Использование торгово-клиринговых технологий Московской биржи позволит усилить главное конкурентное преимущество бизнеса KASE – универсальность. Поэтапная модернизация торговых и клиринговых систем на фондовом, денежном, валютном и срочном рынках даст возможность внедрить новые торговые инструменты и расчетные циклы, повысит надежность IT-инфраструктуры KASE, снизит операционные риски и предоставит новые возможности для высокочастотной торговли, оптимизирует транзакционные издержки при работе на площадках KASE и позволит привлечь новых участников и инвесторов.

\* \* \*

Проекты 2016–2018 годов, реализованные KASE при активном взаимодействии с регулятором, АФК и профессиональными участниками, придали новый импульс развитию фондового рынка. И особенно ценно то, что этот импульс и более четкая линия развития вылились не только в законодательные нормы и концепции, но и фактически ощущаются участниками биржевого рынка в повседневной торговле.

В год своего двадцатипятилетнего юбилея команда KASE как никогда осознает, что окружающий мир стремительно меняется. Сегодняшние тренды подталкивают саму биржу к пересмотру подходов и структуры бизнеса, новым проектам и технологиям, а ее текущих и потенциальных клиентов заставляют менять подходы к инвестициям. Как организатор торгов KASE намерена формировать инфраструктуру и устанавливать правила торговой площадки, таким образом создавая определенную систему элементов и связей между ними в зависимости от текущей конъюнктуры рынка. И это не только возможность, но и огромная ответственность. Основной приоритет для KASE – предоставить компаниям экономики Казахстана реальные механизмы финансирования, а инвесторам – качественные и удобные инструменты управления и приумножения капитала.

Биржевая площадка, обслуживающая ликвидный рынок капитала, доступная по финансовым издержкам всем участникам финансового рынка, использующая быстрые современные торгово-клиринговые системы и удобные цифровые технологии – таким сегодня видит свое будущее Казахстанская фондовая биржа. И это будущее она готова разделить со всеми своими клиентами и партнерами.



*Подписание Соглашения о стратегическом сотрудничестве между АО «Казакстанская фондовая биржа» и ПАО «Московская биржа», 2018 год*



*Биржевой казахстанский форум, проходивший в рамках VIII Конгресса финансистов Казахстана, ноябрь 2018 года*

СТАРТ ТОРГОВ НА  
КОРПОРАТИВНОМ РЫНКЕ  
KASE

KASE

МОСКОВСКАЯ  
БИРЖА

СИСТЕМА АБТБ+  
2019. Г.



KASE



## Глава 8 НА ЭТАПЕ МОДЕРНИЗАЦИИ

ПАНДЕМИЯ – НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ  
ПЛОДЫ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПАРТНЕРСТВА  
СИНЕРГИЯ РЕФОРМ  
УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ – НЕ ПРОСТО СЛОВА

## Глава 8.

# НА ЭТАПЕ МОДЕРНИЗАЦИИ

Период 2019–2021 годов для KASE прошел под знаком технологической модернизации и качественного расширения спектра услуг, предоставляемых биржей участникам казахстанского финансового рынка. Именно эти задачи вошли в число ключевых направлений новой стратегии развития, которую KASE приняла, перешагнув 25-летний рубеж своей истории. И хотя на старте стратегия эта была продиктована возможностями и потребностями финансовой индустрии, находившейся на посткризисном подъеме, пандемический шок, изменивший глобальную экономическую реальность, сделал ее реализацию весьма нетривиальным вызовом.

## ПАНДЕМИЯ – НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ

### Затишье перед бурей

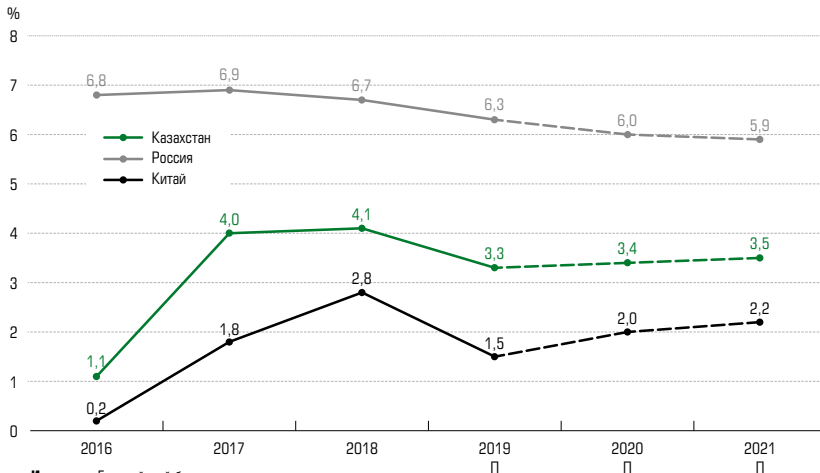
К началу 2019 года экономика Казахстана завершила фазу восстановительного подъема после спада 2015–2016 годов. По итогам 2018 года ВВП вырос на 4,1%, поддерживаемый наращиванием добычи нефти и относительно благоприятной ценовой конъюнктурой на мировом рынке энергоресурсов. Консолидированный бюджет Казахстана впервые с 2015 года был исполнен с профицитом на фоне роста экономики и снижения государственных затрат на оздоровление банковской системы по сравнению с 2017 годом. В условиях оживления кредитной активности увеличились потребительский спрос и объем инвестиций.

Инфляция на уровне в 5,3% г/г по итогам 2018 года оказалась в пределах целевого интервала, установленного НБРК (5–7%), а базовая ставка в течение года варьировалась в пределах от 9% до 9,75%. Все говорило о том, что курс денежно-кредитной политики, выработанный регулятором в предыдущие годы, позволит в 2019 году удерживать инфляцию в коридоре 4–6% с последующим понижением до 3–4%.

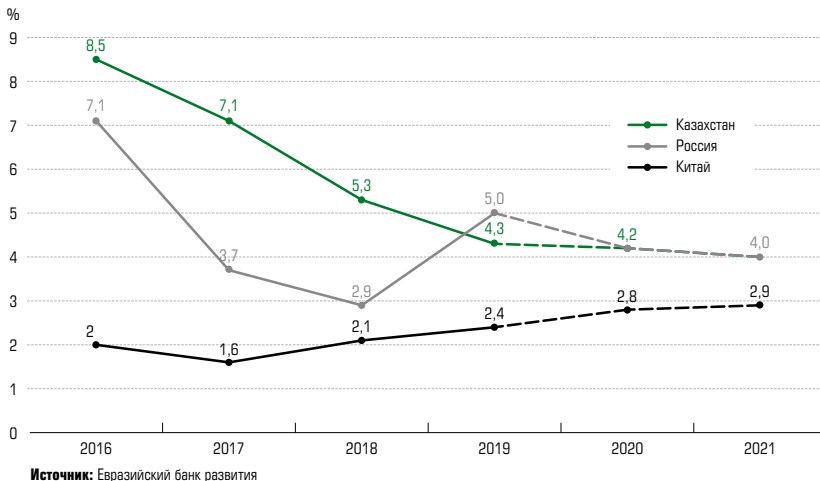
По прогнозам аналитиков, в ближайшие годы основные риски для нашей экономики могли возникнуть со стороны внешнего спроса и цен на сырьевые

товары экспорта Казахстана, в случае более значительного, чем ожидалось, замедления роста экономик основных стран торговых партнеров: России, Китая и Европейского союза.

### ПРОГНОЗ РОСТА ВВП НА 2019–2021 ГОДЫ



### ПРОГНОЗ РОСТА ИНФЛЯЦИИ В 2019–2021 ГОДАХ

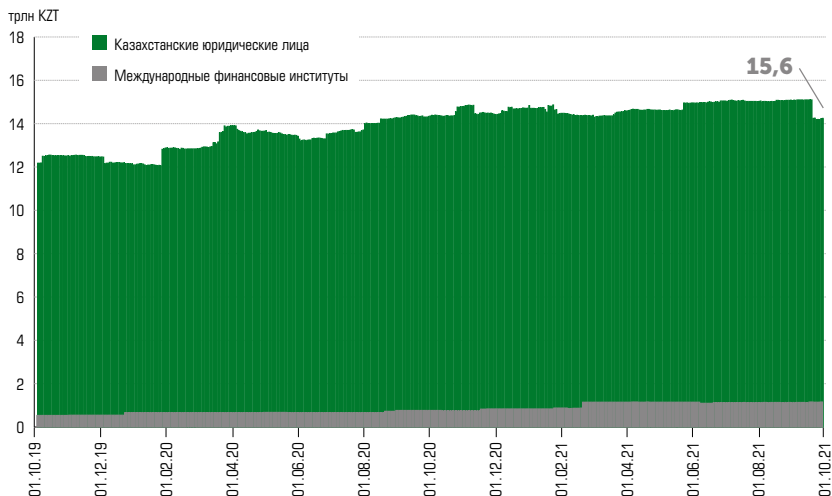


Международные фондовые рынки завершили 2018 год с одними из самых худших показателей роста за последние годы на фоне локдауна правительства США и затянувшегося торгового противостояния США и Китая, снижения цены на нефть до \$52 за баррель и прогнозов замедления темпов роста мировой экономики от большинства агентств.

Однако вопреки неопределенности внешнеэкономических условий казахстанский фондовый рынок в 2019 году развивался с положительной динамикой. Объем торгов ценными бумагами вырос на 8,5% и составил 5,3 трлн тенге. Стабильность ключевой ставки отразилась на ставках денежного рынка и привела к восстановлению объемов заимствования Министерством финансов, а также к появлению новых заемщиков в лице международных финансовых организаций. Объем размещений на рынке корпоративных облигаций вплотную приблизился к 2 трлн тенге, а общий объем привлечения средств через биржу достиг рекордной отметки в 3,9 трлн тенге.

На рынке акций показатель капитализации вырос до 17,2 трлн тенге. Примечательным событием в 2019 году для сегмента долевых ценных бумаг стало включение в официальный список KASE акций 16 иностранных компаний: Apple Inc., Facebook Inc, Microsoft Corporation, Starbucks Corporation, Ford Motor Company, Intel Corporation, The Coca-Cola Company, Nike Inc, Pfizer Inc, Tesla Inc, Yandex N.V., Tiffany&Co, ExxonMobil Corporation, ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат».

### НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО ДОЛГА В ОБРАЩЕНИИ





Объем торгов на валютном рынке и в сегменте операций валютного свопа снизился в связи с уменьшением волатильности. Тем не менее таргетируемый биржей рынок прямых конверсионных операций по валютным парам основных торговых партнеров Республики Казахстан рос довольно динамично.

Знаковым событием с точки зрения регуляторной среды стало решение о создании независимого органа – Агентства по регулированию и развитию финансовых рынков (АРРФР). Соответствующий закон Глава государства – Касым-Жомарт Токаев подписал 11 ноября 2019 года. В сферу ответственности Агентства вошел надзор за финансовым сектором, включая и фондовый рынок, тогда как Национальный банк уже с 1 января 2020 года сосредоточился на денежно-кредитной политике и сотрудничестве с правительством.

*«На данном этапе развития финансового сектора стал важен вопрос о выделении функционала по развитию и регулированию финансовой отрасли в отдельный государственный орган. Перед нами стояли вопросы повышения устойчивости финансовых институтов и оздоровления, принятия мер по повышению роли сектора в финансировании экономики. Остро стоял вопрос о дальнейшей цифровизации финансовых услуг, защите потребителей и повышению финансовой грамотности», – вспоминает **Мадина Абылкасымова**, Председатель Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка.<sup>1</sup>*

## «Черный лебедь» COVID-19

Ситуация на начало 2020 года не предвещала серьезных потрясений. По итогам 2019 года инфляция сложилась на уровне 5,4%, а рост ВВП составил 4,5%. НБРК продолжал следовать режиму свободно плавающего обменного курса национальной валюты – его колебания оставались в диапазоне 373,56–390,13 тенге за доллар США. Объемы кредитования экономики банками, успешно прошедшими проверку качества активов (AQR), увеличились на 5,9% до 13,9 трлн тенге. Мировые фондовые рынки, в том числе и казахстанский, умеренно росли, отслеживая новости по торговым взаимоотношениям США и Китая и ожидая начала сезона годовых отчетностей.

Однако уже в конце февраля 2020 года начала распространяться коронавирусная паника, которая достигла своего пика в середине марта, на фоне локдауна во многих странах и остановки целого ряда отраслей экономики в связи с введением карантинных ограничений.

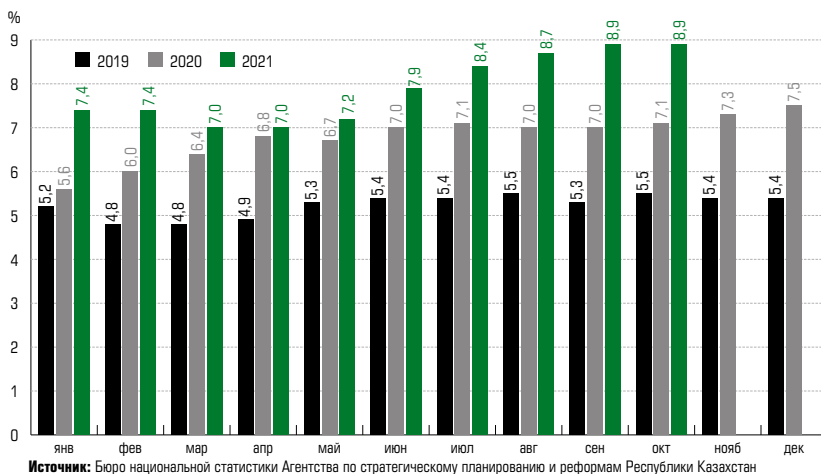
Из-за разногласий между Россией и Саудовской Аравией и неспособности ОПЕК+ договориться о новых условиях сделки цена на нефть буквально за несколько дней упала с \$50 до \$19,33 и в итоге курс USDKZT взлетел с 380 до 450 тенге за доллар США. В попытке сдержать этот рост Национальный Банк поднял базовую ставку до 12%. С 16 марта в Казахстане было введено чрезвычайное положение. Были установлены ограничения на въезд и выезд

из страны, во всех регионах введен карантин либо другие ограничительные меры, приостановлена деятельность объектов бизнеса, торговли, культуры и других мест с массовым скоплением людей.

К апрелю правительства большинства стран перешли к плавному снижению ставок и разворачиванию беспрецедентных пакетов поддержки. В Казахстане доля стимулирующих мер по отношению к ВВП была одной из самых высоких на постсоветском пространстве – 8,7%, или 5,9 трлн тенге. Запуск новых и расширение действующих программ льготного кредитования предпринимательства, таких как «Дорожная карта бизнеса – 2025» и «Экономика простых вещей», предоставление заемщикам отсрочек по выплатам кредитов, выделение средств на жилищно-коммунальное развитие по программе «Нұрлы жер», меры социальной поддержки населения, включая прямую финансовую помощь, – все это позволило снизить градус напряженности в обществе и экономике. Как результат, уже 6 апреля 2020 года Национальный Банк снизил ставку с 12% до 9,5%, а 21 июля – до 9% – уровня, на котором она сохранилась до конца года. Фактически, государственные меры поддержки значительно смягчили последствия пандемии как для экономики в целом, так и для фондового рынка в частности.<sup>2</sup>

С другой стороны, резкий рост расходов на борьбу с пандемией привел к более высоким уровням заимствований Министерством финансов на внутреннем рынке, что стимулировало рост первичного рынка государственных ценных бумаг на KASE. Чтобы подстегнуть интерес инвесторов к МЕКАМ,

### ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН В 2019–2021 ГОДАХ, К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА



Минфин внес изменения в график выпуска ценных бумаг на 2020 год, увеличив объем выпуска краткосрочных бумаг со сроками обращения от одного до трех лет с 45 млрд до 1 трлн тенге. Национальный Банк, в свою очередь, отказался от выпуска самых длинных своих нот со сроком обращения один год, чтобы направить ликвидность в ГЦБ Минфина для финансирования дефицита бюджета.

Результаты не заставили себя ждать – банки стали проявлять интерес к «коротким» бумагам Минфина, так как их доходность заметно выросла. Объем торгов в секторе первичных размещений ГЦБ по итогам 2020 года увеличился в 2,6 раза (с 1,4 до 3,7 трлн тенге). Более 70% этого объема, или 2,8 трлн тенге, составили размещения ГЦБ Минфина, что стало беспрецедентным для казахстанского рынка. Еще 963,2 млрд тенге привлекли местные исполнительные органы, направившие эти средства на реализацию государственных и правительственных программ в целях финансирования строительства жилья. Квазигосударственные компании, также активно вовлеченные в программы стимулирующих мер, подстегнули объем торгов в секторе корпоративных облигаций. На их долю пришелся 91,0% от общего объема заимствований на рынке корпоративных облигаций, который составил 2,2 трлн тенге.

При этом KASE, выступая в роли основного канала перераспределения капитала, внесла свой вклад в достойный выход из сложившейся в пандемию ситуации. Столкнувшись с необходимостью перестроить свою работу в соответствии с карантинными ограничениями, биржа тем не менее обеспечила доступность своих систем и сервисов всем участникам рынка, в том числе с использованием технологий удаленного доступа.

Начиная со второго полугодия 2020 года цены на нефть перешли к росту, после того как страны-участницы ОПЕК+ в результате длительных обсуждений пришли к соглашению о сокращении добычи. Цены на большинство металлов взлетели к историческим максимумам на фоне повышенного спроса главным образом со стороны Китая, первым вышедшего из пандемии и стремящегося восстановить экономику в кратчайшие сроки. Совокупность позитивных внешних факторов привела к росту цен большинства акций представительского списка Индекса KASE.

Осенью инвестиционный настрой на внешних рынках продолжал расти и достиг пика в октябре-ноябре. Поскольку большинство стран развивающихся рынков показывали стабильность, активизировался кэрри-трейдинг. Рынок США характеризовался ростом доходности 10-летних казначейских облигаций, что говорило об уходе инвесторов в более рискованные инструменты. Для KASE все это было позитивным фоном – по итогам года, несмотря на снижение ВВП Казахстана на 2,6%, возросшую до 7,5% инфляцию, падение в секторе оптовой и розничной торговли, Индекс KASE сумел показать сравнительно неплохой рост в 13,2%. А если считать с «шокового» минимума 16 марта, когда он проседал на 13%, то восстановление Индекса составило 30,2%. Все это создало фундаментальную платформу для роста в 2021 году.

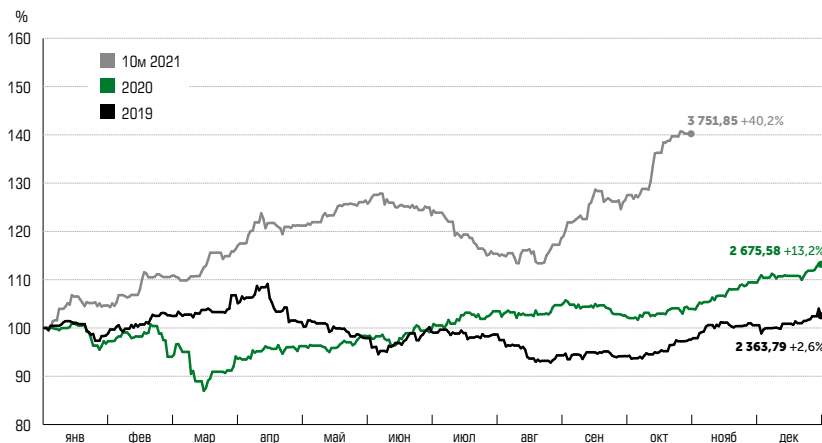
## Шаг в «цифровое» десятилетие

В 2021 году экономика Казахстана продемонстрировала уверенную восстановительную динамику – по итогам 9 месяцев рост ВВП составил 3,4%. Это происходило на фоне роста мировых цен на сырьевых рынках (к октябрю цена на нефть марки Brent выросла на 65% и в среднем составила \$69 за баррель) и смягчения карантинных ограничений. Помимо уже действующих антикризисных программ серьезный экономический и социальный эффект оказала инициатива Президента РК Касым-Жомарта Токаева по досрочному использованию пенсионных накоплений вкладчиков ЕНПФ для улучшения жилищных условий и оплаты лечения. К концу октября 2021 года этой возможностью воспользовалось свыше миллиона казахстанцев, подавших заявки на общую сумму почти 2 трлн тенге.<sup>3</sup>

Если говорить о ситуации на мировых фондовых рынках, то в 2021 год они вошли с ожиданиями открытия и перезапуска экономик в связи с повсеместной вакцинацией, мягкой денежной политикой и принятием новых пакетов стимулирующих мер. Рынки последовательно обновляли исторические максимумы, при этом большое количество ликвидности способствовало тому, что любая просадка сразу выкупалась и рост продолжался.

Казахстанский рынок не стал исключением – Индекс KASE пять месяцев подряд обновлял исторические максимумы, после чего немного снизился к концу лета. Подъем продолжился в сентябре и достиг пика 26 октября, когда рынок закрылся на уровне 3 751,85 пунктов. Рост к этой дате с начала года составил 40,7%, что является максимальным значением за последние 20 лет.

### ИНДЕКС KASE В 2019–2021 ГОДАХ



Важную роль в этом достижении сыграл не только общий бычий настрой рынков, но и цифровая трансформация брокерских услуг, запущенная с подачи АРРФР еще в 2020 году. Доступность и простота открытия счетов и торговли, которую благодаря цифровым технологиям обеспечили брокеры и другие участники рынка, стали катализатором роста интереса к рынку со стороны розничных инвесторов.

*«Важный тренд – приход розничного инвестора на рынок. У нас есть большой запас для открытия новых счетов, ведь пенетрация брокерского бизнеса в сегменте розницы пока небольшая. В ближайшие год-два, я лично считаю, что количество розничных счетов вырастет минимум в 2-3 раза. Число казахстанцев, которые обладают достаточным доходом, чтобы инвестировать в ценные бумаги, намного больше одного миллиона. И это все – лишь начало большого развития розничного класса инвесторов», – прогнозировал Фархад Охонов, Председатель Правления АО «Halyk Finance».<sup>4</sup>*

Только за 10 месяцев 2021 года в системе учета ЦД физическими лицами было открыто более 73 тысяч новых счетов, при том что за весь предыдущий год прирост составил только 17 тысяч. Пандемия коронавируса активизировала внедрение цифровых технологий, поменяла отношение людей во всем мире к цифровым сервисам, и казахстанцы не стали исключением.

Это лишь подтвердило актуальность и своевременность той огромной работы по технологической и IT-модернизации биржи, которую проделала KASE в течение последних трех лет.

## ПЛОДЫ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПАРТНЕРСТВА

Подготовка к кардинальному технологическому прорыву на KASE началась еще в 2016 году, когда Совет директоров биржи поручил ее специалистам изучить набор IT-решений, определить потенциальных поставщиков и затраты на приобретение и внедрение новых систем в соответствии с выбранной стратегией развития KASE. Уже тогда техническая модернизация в комплексе с маркетинговой активностью и сервисориентированностью рассматривались как ключевой инструмент повышения капитализации и ликвидности биржевого рынка, а также эффективности и конкурентоспособности бизнеса KASE.

В этой связи в течение 2016–2017 годов KASE были рассмотрены предложения от ряда известных поставщиков биржевых IT-платформ, таких как Millenium, Euronext, Nasdaq и других. Учитывая схожесть биржевых рынков Казахстана и Российской Федерации, а также привлекательность их взаимодей-

ствия, выбор пал на Московскую биржу. Положительным аргументом стало и то, что MOEX, как и KASE, является универсальной биржей, оперирующей в том числе валютным и денежным рынками. Анализ торгово-клиринговых систем MOEX, проведенный по 234 критериям, показал, что они соответствуют требованиям KASE на 81%. Кроме того, MOEX успешно внедрила систему управления рисками на своих биржевых рынках по схеме Центрального контрагента (ЦК), и руководство KASE рассчитывало на столь же успешное применение этого опыта на своих площадках.

10 октября 2018 года KASE и MOEX подписали Соглашение о стратегическом партнерстве, а IT-модернизация биржи посредством перехода на торгово-клиринговые системы Московской биржи и запуск услуг Центрального контрагента были закреплены в качестве ключевых целей реализации новой Стратегии развития KASE на 2019–2021 годы, которая была принята в начале 2019 года.<sup>5</sup>

Внедрение новых торгово-клиринговых технологий, основанных на системах MOEX, должно было повысить техническую надежность биржевой инфраструктуры, снизить операционные риски участников торгов, расширить перечень доступных для торговли финансовых инструментов и режимов заключения сделок, обеспечить возможности развития высокочастотной торговли и прямого подключения иностранных брокеров, а также участников «второго уровня» – клиентов членов KASE посредством SMA-доступа (sponsored market access).

Практическая фаза технологического перевооружения KASE началась с приобретения у MOEX трех торгово-клиринговых систем: двух ASTS+ для валютного и фондового рынков, а также третьей торговой платформы – Spectra, предназначенной для рынка производных финансовых инструментов. Проектная команда KASE, тщательно проанализировав процессы в используемых на тот момент торговых системах, поставила техническое задание, ставшее отправной точкой в доработке и подготовке систем MOEX для их установки на KASE.

## ASTS+ на фондовом...

Самый большой и сложный объем работ пришелся на внедрение ASTS+ для фондового рынка. Инфраструктура российского рынка и рынка Московской биржи существенно отличалась от инфраструктуры рынка Казахстана и KASE ввиду различия в законодательстве двух стран, принятых процедур торговли, клиринга и расчетов. Так, например, на казахстанском фондовом рынке торговые счета сегрегированы по каждому клиенту брокера – члена биржи, наиболее востребованным инструментом рынка репо всегда было репо с корзиной бумаг, а также требовалось подтверждение сделок кастодиана-

ми. На MOEX это было устроено по-другому. Учитывая специфику Казахстана, разработчикам пришлось модифицировать существующие модули системы, а некоторые блоки создавать фактически с нуля.

Широкий круг вопросов, решаемый в процессе постановки функционального задания для MOEX, затрагивал казахстанское законодательство, поэтому параллельно совместно с уполномоченным органом его нормы адаптировались под возможности новых торговых систем. Одновременно команда биржи обучала участников рынка тому, как будет функционировать новая система.

IT-специалисты KASE проделали огромную работу по состыковке внутренних систем, разработке «обязочных модулей», стыковке бэк-офиса биржи с системами MOEX. Новая архитектура ТКС также потребовала перестройки взаимодействия с Центральным депозитарием и доработки его систем. По мере их готовности проводилось тестирование с приглашением участников торгов, которые активно интегрировали свои системы с новыми системами KASE.

Комплексная и сложная задача по внедрению функций ЦК по всем инструментам фондового рынка потребовала разделения запуска ASTS+ на два этапа – релиза.

На первом этапе KASE ввела в действие новую ТКС ASTS+ и приступила к выполнению функций ЦК по акциям, ценным бумагам инвестиционных фондов и ETF – с расчетами в тенге, а также по еврооблигациям и депозитарным распискам – с расчетами в долларах США. Старт «боевой» эксплуатации релиза состоялся 3 декабря 2019 года. Уже к 1 января 2020 года в новой ТКС фондового рынка было заключено 8,5 тыс. сделок общим объемом более 30,1 млрд тенге с участием 20 членов биржи.

3 августа 2020 стартовал второй релиз ТКС, завершивший перевод на ASTS+ рынка репо и торгов ценными бумагами, не вошедшими в первый релиз. Это позволило KASE исполнять функции Центрального контрагента по всем финансовым инструментам фондового рынка, включая государственные ценные бумаги, корпоративные облигации, а также инструменты рынка денег – операции репо с отдельными бумагами и с корзинами ГЦБ и НЦБ. Впервые на организованном рынке Казахстана был внедрен неттинг позиций участников в секторах купли-продажи ценных бумаг и репо, что существенно снизило транзакционные расходы после проведения торгов, а также оптимизировало бизнес-процессы. Кроме того, в новую ТКС были переведены торги по сделкам без ЦК, расчеты по которым осуществляются на гросс-основе.

С даты второго релиза средневзвешенный объем торгов всеми инструментами фондового рынка, доступными в ASTS+, достиг 27,6 млрд тенге, а с учетом операций репо – 473,5 млрд тенге. По состоянию на 1 ноября 2021 года в ASTS+ были открыты торги ценными бумагами 754 наименований, в том числе ценные бумаги 206 наименований допущены к сделкам с Центральным контрагентом на условиях частичного обеспечения.

Комментируя результаты проекта, Управляющий директор по денежному и срочному рынкам, член правления МОЕХ **Игорь Марич** подчеркнул: «Сегодня участники фондового рынка ждут от торгово-клиринговых систем бирж высокой производительности, надежности, быстрого действия и гибкости. Мы считаем, что технологии МОЕХ отвечают этим вызовам. Мы горды, что KASE приняла решение реализовывать переход на новое торгово-клиринговое решение именно с нами. Данные технологии являются хорошей основой для выстраивания единого финансового рынка в рамках ЕАЭС».<sup>6</sup>

### ...и валютном рынке

Еще завершая внедрение ASTS+ на фондовом рынке, KASE начала проект по модернизации торгово-клиринговых технологий валютного рынка. Особенностью проекта был уже работающий ЦК, внедренный в данном сегменте осенью 2018 года.

Переход на новую систему ASTS+ не стал сложным для биржи и участников торгов с точки зрения процессов и порядка проведения торгов, клиринга и расчетов, поскольку они принципиально не менялись, изменялись лишь технологии, на которых они базировались. С другой стороны, проект пришлось реализовывать в условиях карантинных ограничений и контакты рабочей группы проходили в формате онлайн-конференций. Необходимо было одновременно поддерживать действовавшие на тот момент системы, обеспечивать внедрение новой, а также проводить адаптацию к работе в удаленном режиме.

Как вспоминают разработчики, довольно непростой оказалась задача по переносу всех неисполненных сделок из старой торговой системы валютного рынка NEXT в новую ASTS+, поскольку в день запуска участники должны были увидеть в новой системе все свои позиции, открытые – предыдущие дни. Такой подход кардинально отличался от подхода, который использовали при запуске ASTS+ для фондового рынка. Тогда все позиции, открытые в старой торговой системе, были просто исполнены в ней, а в новой ASTS+ совершались уже только новые сделки. На рынке валют использовать такой подход не представлялось возможным, так как здесь уже был внедрен неттинг позиций, открываемых в разное время, и его разрыв привел бы к разрыву позиций участников торгов. Разработчики нашли выход из ситуации – был разработан специальный алгоритм по переносу сделок и остатков позиций участников в новую систему.

Предложенное решение сработало, и 30 ноября 2020 года биржа успешно запустила в эксплуатацию «валютную версию» ASTS+. С этой даты торги всеми 38 финансовыми инструментами, включая пять валютных пар (USDKZT, RUBKZT, CNYKZT, EURKZT, EURUSD) с различными сроками осуществления расчетов (T+0, T+1 и T+2), операции валютного свопа в отношении доллара



США, российского рубля, китайского юаня, евро с расчетами в тенге и поставочный фьючерс на курс доллара к тенге, начали проводиться в ASTS+. В новой ТКС доступны все режимы торгов, которые ранее использовались при торговле иностранными валютами на KASE. Дополнительно на валютном рынке был открыт режим переговорных сделок, в котором можно было заключать прямые сделки так, как это происходит на внебиржевом рынке. То есть сделки и заявки, на основании которых они были заключены, в торговой системе видят лишь договорившиеся стороны. К сделкам, заключенным в различных режимах, стали применяться единый неттинг и система управления рисками KASE как ЦК на валютном рынке. Кроме того, в ASTS+ была расширена линейка производных финансовых инструментов, доступных для торговли на валютном рынке, и существенно улучшена система риск-менеджмента.

*«KASE сделала значительный рывок в части развития своих технологий. Ранее на бирже были разработаны собственные уникальные технологии, которые позволяли осуществлять торги на KASE самыми различными инструментами и работали с большим запасом производительности. Вместе с тем при прежней торговой системе недостаточно было внутренних компетенций в области построения процессов управления рисками Центрального контрагента. Основная часть модернизации систем биржи завершена, и мы работаем над внедрением новых продуктов и сервисов – например, речь идет о КСУ (клиринговые сертификаты участия) на рынке репо, создании торгово-клиринговых линков между нашими биржами», – отмечал **Идель Сабитов**, на тот момент заместитель Председателя Правления KASE, отвечавший за внедрение новых ТКС.»*

## СПЕКТРА для перезапуска рынка деривативов

Завершающим аккордом процесса перевода торговых систем KASE на торговые технологии MOEX стало внедрение новой ТКС SPECTRA на рынке деривативов. В этом сегменте казахстанского биржевого рынка механизм ЦК действовал уже десять лет, а потому система внедрялась по принципу минимальных доработок под нужды KASE или отсутствия таковых. Более того, учитывая широкий набор опций, который SPECTRA предоставляет для операций с производными финансовыми инструментами, базовыми активами которых являются акции, облигации, индексы и валютные пары, на KASE рассчитывали, что она поможет перезапустить рынок производных финансовых инструментов. SPECTRA обеспечивает необходимый уровень риск-менеджмента, так как в нее включены рычаги управления рыночными и кредитными рисками. Объединение Центрального контрагента и ТКС дало возможность участникам торгов более активно вести позиции в больших объемах, но при этом инструменты риск-менеджмента значительно снизили кредитный риск и риск дефолтов.

7 июля 2021 года KASE успешно перевела рынок деривативов на ТКС SPECTRA, и к торгам в новой системе стали доступны фьючерсные контракты на курс доллара США, Индекс KASE и курс ряда наименований акций без поставки базового актива. Возможности системы позволяли в дальнейшем расширить линейку фьючерсов на другие базовые активы, а также ввести опционы, обеспечивая интересы широкого круга участников на основе надежной и высокопроизводительной ТКС.

## Биржа на страже выполнения обязательств

Внедрение новых торгово-клиринговых систем заложило технологическую основу для реализации второго важного направления Стратегии развития на 2019–2021 годы – запуск услуг ЦК на всех биржевых рынках.

Опыт в предоставлении таких услуг биржа уже имела: с 2011 года она выступала в качестве ЦК на рынке деривативов, а с октября 2018-го – на валютном рынке, включая рынок краткосрочных валютных свопов. Однако для того, чтобы обеспечить гарантии завершенности расчетов по всем финансовым инструментам, торгуемым на бирже, создать условия для запуска механизма неттинга на фондовом рынке и в секторе репо, а также запустить мультиинструментальное обеспечение сделок (так называемый единый лимит), нужна была соответствующая IT-инфраструктура. И запуск второго релиза ТКС ASTS+ 3 августа 2020 года дал такую возможность.

При этом в работу по запуску нового инфраструктурного элемента (ЦК) были активно вовлечены не только KASE, ее стратегический партнер – MOEX и участники рынка, но и регулятор финансовой системы – Национальный Банк, поскольку такой шаг требовал принятия новых правил регулирования торговой деятельности и деятельности ЦК.

*«Национальный Банк однозначно поддержал создание функции Центрального контрагента. Появление Центрального контрагента на KASE повысило гарантии исполнения всех обязательств и требований по заключаемым сделкам. Благодаря новой торгово-клиринговой системе на организованном рынке впервые внедрен неттинг позиций участников по всем видам сделок фондового рынка, включая сектор репо. Это повысило эффективность управления ликвидностью для членов биржи, способствовало снижению транзакционных издержек, а в будущем позволит повысить ликвидность нашего рынка», – отметила заместитель Председателя НБРК, Председатель Совета директоров KASE **Алия Молдабекова**.<sup>8</sup>*

Внедрение ЦК на всех биржевых рынках позволило участникам торгов, открывая позиции на том или ином рынке, оценивать только риск-профиль KASE как их единственного контрагента, что способствует росту лимитов на соответствующий рынок KASE. Другим важным фактом для игроков стало внедрение клиринга методом неттинга по обязательствам с общей датой испол-

нения и одинаковым финансовым инструментам. Тем самым отпала необходимость исполнять каждую предыдущую сделку до заключения новой сделки в течение дня. Все это, наряду с внедрением мультиинструментального обеспечения сделок, существенно увеличило эффективность управления активами, сократило издержки брокеров и их клиентов при работе на биржевом рынке и неминуемо должно было положительно сказаться на ликвидности торгуемых инструментов.

*«Внедрение торгово-клиринговой системы и ЦК – это существенное снижение риска неплатежа – главного риска, который существует при заключении сделок «вслепую». Как таковой вопрос о возможном неисполнении контрагентом своих обязательств перед участником торгов уже не стоит, – уверена **Шолпан Айнабаева**, Председатель Правления компании SkyBridge Invest. – Ранее вопросы нарушения сделок решались арбитражными комиссиями. Это требовало времени и негативно сказывалось на сделках. Теперь все вопросы снимаются благодаря наличию ЦК, когда биржа через клиринговую систему сама урегулирует этот риск. Для добросовестных участников торгов этот риск уходит и позволяет заниматься основным делом – заключать сделки».*<sup>9</sup>

Понятно, что для того, чтобы давать гарантии исполнения сделок всем участникам рынка, самому ЦК в лице биржи нужно было выстроить адекватные «линии защиты». В частности, была улучшена (а для некоторых групп инструментов разработана с нуля) система дефолт-менеджмента и утилизации открытых позиций участников торгов, не исполнивших свои обязательства перед ЦК. Разработана система определения риск-параметров, а также мониторинга их адекватности и своевременного пересмотра. Ревизии подверглись система управления активами ЦК и правила подбора провайдеров ликвидности для привлечения активов, необходимых для исполнения обязательств. Кроме того, для покрытия рыночного риска в условиях повышенной волатильности при ликвидации позиций дефолтных участников на каждом биржевом рынке были сформированы клиринговые фонды как из средств клиринговых участников данных рынков, так и из специально алоцированных KASE средств.

Сама биржа благодаря модернизации и внедрению ЦК получила серьезное конкурентное преимущество на рынке. С одной стороны, системный подход к управлению кредитными и рыночными рисками способствует повышению уровня доверия и росту числа участников, особенно иностранных инвесторов, для которых наличие ЦК – первоочередное требование для входа на локальный рынок. С другой – услуги ЦК стали новым и весьма перспективным направлением бизнеса.

*«По нашим расчетам, к примеру, выполнение биржей функций Центрального контрагента и клиринговой организации на всех рынках позволило увеличить объем клиринговых сборов за 2020 год на 62%, – анализирует показатели Председатель Правления KASE **Алина Алдамберген**. –*

При этом важно помнить, что у нас долгое время был неликвидный рынок, потом ликвидность на некоторых инструментах начала расти. Благодаря ЦК она может еще больше увеличиться. Приведу преимущества и новых ТКС ASTS+. Это: высокая надежность – доступность ИТ-систем составляет 99,99%, быстрое действие – скорость обработки составляет порядка 30 тысяч транзакций в секунду, функциональность – поддерживается широкий набор методик и правил торгов разнообразными инструментами. В июле 2021 года был внедрен механизм омнибус-счетов, то есть осуществление торгов по единому счету брокера без ведения отдельных счетов клиентов. Это является стандартной практикой для иностранных инвесторов».<sup>10</sup>

## С акцентом на «цифровой» сервис

Реализация проектов внедрения новых торгово-клиринговых систем и запуск Центрального контрагента на всех рынках KASE были ключевым, но далеко не единственным элементом технологической модернизации биржи. Переход на новые ИТ-платформы предполагал огромный пласт работ, связанный с общим повышением технологичности и цифровизации, значительной модернизации бэк-офиса, автоматизации многих бизнес-процессов, в том числе и новых. Команде биржи порой приходилось работать без выходных, однако вперед ее двигали энтузиазм и очень сильная мотивация – осуществить масштабный проект, имеющий системное влияние на инфраструктуру биржевого рынка, в том числе значительно изменивший постторговые процедуры, связанные с клирингом и расчетами.

*«Работники ключевых подразделений и ИТ KASE провели большой объем работ по стыковке внутренних систем биржи – бэк-офис, сайт, IRIS и пр. с новыми торгово-клиринговыми системами, отладке механизма взаимодействия с Центральным депозитарием. Внедрение ЦК потребовало открытия новых разделов ЦК на счетах депонентов в Центральном депозитории, изменения бизнесов-процессов участников торгов», – вспоминает Идель Сабитов.<sup>11</sup>*

ИТ-модернизация также предусматривала перевод в цифровой режим услуг биржи, связанных с листингом ценных бумаг и раскрытием информации членами биржи. В частности, дальнейшее развитие получила система электронного документооборота между биржей, ее членами и эмитентами is2in, в которой начала использоваться электронно-цифровая подпись. В области распространения информационных продуктов биржа также продвинулась вперед. Был существенно расширен функционал информационного канала @KASEInfoBot в приложении Telegram, реализована браузерная версия информационного терминала IRIS. В 2020 году был запущен сервис оплаты доступа к просмотру торгов в режиме реального времени посредством ин-

тернет-сайта биржи через эквайринг. Данное новшество позволило пользователям проводить оплату с использованием банковских карт, сокращая до минимума время, необходимое для получения доступа к услуге.

В целом акцент на сервисоориентированность посредством автоматизации и «оцифровки» услуг стал одним из основных трендов развития KASE в 2019–2021 годах. Продукты биржи постоянно улучшались, а их функционал расширялся.

## СИНЕРГИЯ РЕФОРМ

Задача по развитию и повышению привлекательности казахстанского фондового рынка, заявленная в 2018 году Правительством и Нацбанком<sup>12</sup> в качестве одного из важнейших приоритетов, в 2019–2021 годах вылилась в реализацию ряда институциональных инициатив и системных проектов. Создание АРПФР с курсом на либерализацию доступа к рынку для новых инвесторов и эмитентов, дальнейшее развитие международной линии с Clearstream, реформа индикаторов денежного рынка – все это помогло KASE серьезно продвинуться в наращивании ликвидности и глубины биржевого рынка.

### Больше ликвидности для рынка ГЦБ

В 2018 году благодаря совместным усилиям НБРК, Министерства финансов и KASE казахстанские ГЦБ были включены в список ценных бумаг, рассчитываемых в международной системе Clearstream. Схема расчетов по биржевым сделкам с ГЦБ на вторичном рынке и при размещении нот Национального Банка была изменена с T+0 на T+2. С августа 2020 года международная линия расчетов была усовершенствована до «delivery versus payment» (DVP, поставка против платежа), когда проведение оплаты за поставку осуществляется одновременно с переводом ценных бумаг, что снижает риски для вовлеченных сторон и соответствует лучшей мировой практике.

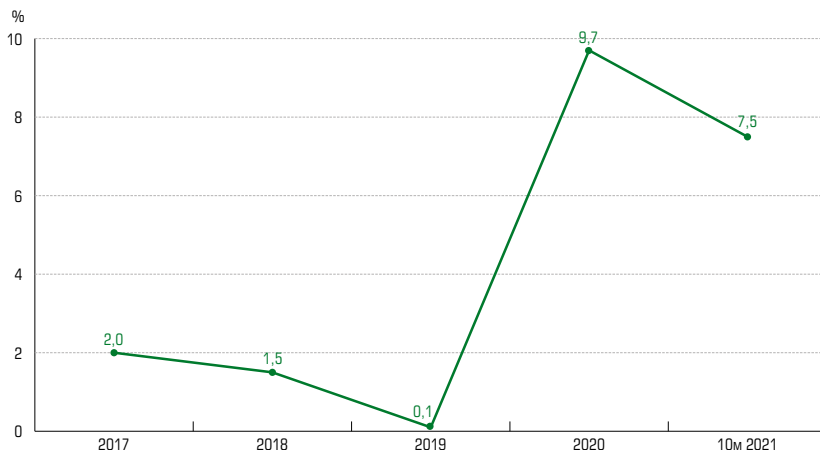
*«DVP позволяет снизить риски при «входе» в ГЦБ Казахстана, а в условиях конкуренции за потоки капитала, для нас это несомненный плюс в сравнении с аналогичными рынками... «Технически» мы стали еще более интегрированы с глобальными финрынками. Привлечение внешних инвестиций в гособлигации снижает стоимость заимствования для государства, расширяет источники фондирования, способствует повышению ликвидности рынка и диверсификации инвесторской базы. Интеграция с международными депозитариями и глобальными кастодианами оказывает положительное влияние с точки зрения позиционирования внутреннего рынка», – отметила заместитель Председателя Национального Банка*  
**Алия Молдабекова**.<sup>13</sup>

Более комфортные условия участия на казахстанском рынке ГЦБ иностранных инвесторов привели к тому, что если в 2019 году на долю нерезидентов в брутто-обороте вторичного рынка пришлось всего 0,1% (745,6 млн тенге), то к середине 2021 года она уже приблизилась к отметке в 8% (97,8 млрд тенге).

Вторым важным направлением стала работа Министерства финансов по укрупнению действующих выпусков своих бумаг с одновременным сокращением их количества. В 2020–2021 годах Минфин укрупнил 26 выпусков и выпустил 15 новых выпусков (4 выпуска в 2020-м и 11 – в 2021-м) на общую сумму 4,8 трлн тенге. При этом сумма отдельных выпусков превысила 500 млрд тенге. Все эти размещения осуществлялись с разными сроками до погашения в пределах 10 лет, формируя более репрезентативную кривую доходности ГЦБ, а также обеспечивая возможность котирования таких укрупненных выпусков для крупных глобальных игроков. В свою очередь, как уже говорилось, Национальный Банк прекратил с середины 2020 года выпуск годовых нот, сместив спрос инвесторов на ГЦБ Министерства финансов.

KASE, со своей стороны, для повышения ликвидности вторичного рынка гособлигаций внедрила программу для маркет-мейкеров, которая позволила им использовать несколько схем объявления котировок и поддерживать котировки различного объема и спредов исходя из таргетируемых категорий инвесторов. В общей сложности к концу 2021 года на KASE действовало три маркет-мейкера, поддерживающих котировки по 20 казахстанским гособлигациям.

### ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ ГЦБ КАЗАХСТАНА ОТ БРУТТО-ОБОРОТА



В IV квартале 2019 года KASE ввела в действие новую методологию построения кривой доходности ГЦБ, отвечающую мировым стандартам. В течение 2020 года KASE популяризировала методологию, проводила разъяснительную работу с участниками рынка и предоставляла дополнительные данные по уровню доходности ГЦБ заинтересованным участникам рынка, формируя тем самым бэнчмарк безрисковой доходности для казахстанского рынка.

Подтверждением эффективности работы НБРК и Минфина по построению кривой доходности и повышению ликвидности отечественного рынка ГЦБ стало заявление команды по управлению индексами JP Morgan в середине 2021 года о включении долгового рынка Казахстана в Watch list, куда попадают претенденты на вхождение в глобальный индекс облигаций развивающихся рынков. Это событие стало значительным шагом по глобализации тенге и активов в национальной валюте.

## Реформа индикаторов денежного рынка

Денежные рынки и их ключевые показатели всегда были инструментом определения стоимости заимствований и ориентиром для кредиторов в предложении продуктов, отвечающих потребностям и ожиданиям клиентов.

В целях поддержки развития финансового рынка и совершенствования его ключевых бэнчмарков в июне 2018 года Национальным Банком была создана рабочая группа, куда также вошли представители Европейского банка реконструкции и развития, KASE и ведущих финансовых организаций Казахстана. Немалую роль в ее создании сыграли планы мировой финансовой индустрии по полному отказу от использования ставок LIBOR к 2024 году.

После детального анализа возможных индикаторов Национальный Банк объявил в октябре 2019 года, что основной ставкой долгового рынка Казахстана будет определен индикатор TONIA (ставка однодневного репо с ГЦБ, которая рассчитывалась KASE с конца 2001 года), порядок расчета которого будет изменен и приведен в соответствие передовым международным стандартам. Это укрепит ориентир и поддержит разработку более долгосрочных инструментов, как денежных, так и производных.

Обновление методологии TONIA заняло около года и наложилось по времени на внедрение новой ТКС на денежном рынке и связанные с ним существенные изменения инструментария и порядка функционирования рынка репо. Это в определенной степени затрудняло проведение тестовых расчетов и прогнозирование глубины данного инструмента. Вместе с тем необходимо было максимально взвешенно подойти к определению методологии индикатора и базы для его расчета.

В конце декабря 2020 года KASE объявила об изменении порядка расчета TONIA и тем самым цель по созданию на денежном рынке Республики Казахстан безрискового бэнчмарка, соответствующего лучшим международным практикам, и повышению прозрачности его расчета была достигнута.

«В процессе обновления методологии расчета индикатора TONIA в рамках рабочей группы биржа осуществляла тестовые расчеты данного индикатора, адаптацию своих информационных систем к новой методологии расчета, а также статистическое обеспечение участников рабочей группы для принятия наиболее взвешенного решения. В настоящее время KASE приступила к расчету и публикации обновленного индикатора TONIA в качестве его администратора», – комментировала это событие **Наталья Хоршевская**, заместитель Председателя Правления KASE.<sup>14</sup>

В 2021 году KASE разработала и внедрила композитные индексы TONIA на 1, 3 и 6 месяцев для обеспечения большего комфорта пользователей данного индикатора и формирования представления о его изменении в стандартизированные сроки. А индикатор, который рассчитывается по старому алгоритму TONIA в режиме реального времени, а не по итогам дня, получил название TRION.

## Шаги навстречу розничному инвестору

Ярким рыночным трендом в 2020–2021 годах стал поступательный рост базы розничных инвесторов. Во многом это оказалось возможным благодаря активной работе нового регулятора РЦБ – Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка. Изменения профильного законодательства, продолженные и инициированные АРРФР, стимулировали интерес населения страны к инвестированию на фондовом рынке, в том числе за счет появления на бирже новых привлекательных инструментов.

К примеру, с начала 2020 года микрофинансовые организации в Казахстане вошли в число лицензируемых субъектов, подлежащих регулированию АРРФР, и им разрешили привлекать финансирование через фондовые рынки. В августе того же года состоялся первый выпуск двухлетних облигаций ТОО «Микрофинансовая организация ОнлайнКазФинанс», которые разместились на сумму 3,3 млрд тенге под 19% годовых. Благодаря такой доходности наибольший интерес среди основных категорий инвесторов данный выпуск вызвал у физических лиц – на их долю пришлось 69% всех приобретенных облигаций. К концу 2021 года на биржу вышли уже семь МФО, которые выпустили облигации объемом от 2 миллионов до 10 миллиардов тенге сроками обращения 2–5 лет и со ставкой купонного вознаграждения от 6% до 20% годовых. Примечательно, что вторичный рынок ценных бумаг эмитентов этого типа показал высокую заинтересованность физических лиц, их доля на вторичном рынке достигла 28% от брутто-оборота торгов облигациями МФО.

Активизировался на KASE и рынок паевых инвестиционных фондов. Основной акцент здесь был сделан на повышении доступности ценных бумаг ПИФов среди населения. Были сняты ограничения на допуск ценных бумаг фондов рискованного инвестирования на фондовую биржу и разрешен выкуп



## НОВЫЙ РЕГУЛЯТОР

Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка – государственный орган, призванный обеспечить надлежащий уровень защиты прав и законных интересов потребителей финансовых услуг и содействовать обеспечению стабильности финансовой системы и развитию финансового рынка. Созданное в начале 2020 года Указом Президента РК от 11 ноября 2019 года «О дальнейшем совершенствовании системы государственного управления Республики Казахстан», АРРФР было определено правопреемником прав и обязательств Национального Банка в соответствии с передаваемыми функциями и полномочиями. Основными задачами АРРФР были определены:

- регулирование и развитие финансового рынка, в том числе установление стандартов деятельности

финансовых организаций, создание стимулов для улучшения корпоративного управления финансовых организаций;

- мониторинг финансового рынка и финансовых организаций в целях сохранения устойчивости финансовой системы;
- сосредоточение ресурсов надзора на областях финансового рынка, наиболее подверженных рискам, с целью поддержания финансовой стабильности;
- обеспечение надлежащего уровня защиты интересов потребителей финансовых услуг, полноты и доступности информации для потребителей о деятельности финансовых организаций и оказываемых ими финансовых услугах, а также повышения уровня финансовой грамотности и финансовой доступности для населения.

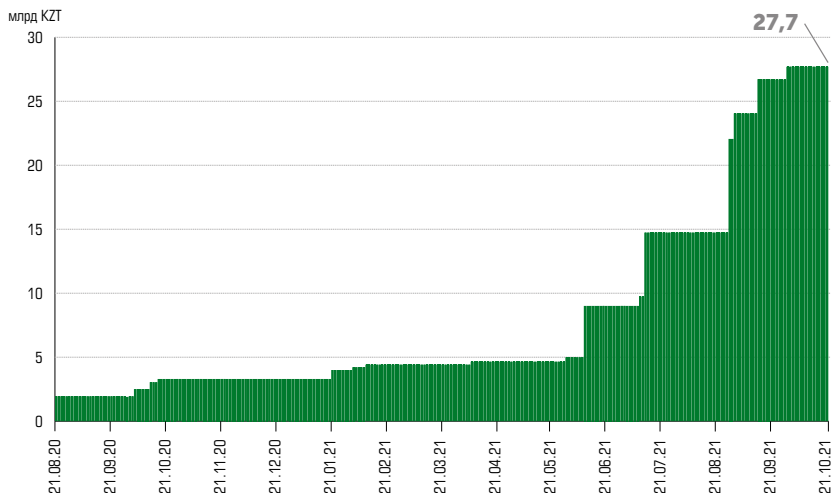


*Визит Председателя Агентства по регулированию и развитию финансового рынка Республики Казахстан Абылкасымовой М.Е. на KASE, 2020 год*

паев на бирже. Обеспечены условия для выполнения управляющим компаниям функций маркет-мейкеров по ценным бумагам собственных ПИФов, и им была предоставлена возможность формирования более гибкой инвестиционной стратегии за счет расширения перечня разрешенных финансовых инструментов и либерализации лимитов инвестирования. Такая либерализация стимулировала брокерские организации усилить работу по восстановлению интереса розничных инвесторов к данным инструментам. Если на начало 2020 года на площадке KASE в секторе ценных бумаг инвестиционных фондов предлагалось только 11 инструментов: 3 ETF и 8 паевых инвестиционных фондов, то уже по состоянию на 1 ноября 2021 года их перечень расширился до 6 ETF и 17 инструментов инвестиционных фондов. Это произошло за счет включения ПИФов под управлением АО «Halyk Finance», АО «BCC Invest», АО «First Heartland Jysan Invest», ООО «Восток-Запад», а также трех ETF на глобальные акции золотодобывающих компаний и компаний из сектора чистой энергетики и водных ресурсов.

Совместная работа брокеров и АРРФР вылилась во взрывную рыночную динамику. Только в 2020 году объем торгов в секторе ценных бумаг инвестиционных фондов вырос в 22 раза до 20,3 млрд тенге, при этом на долю физических лиц пришлось 53,4% от брутто-объема торгов. Итоги десяти месяцев 2021 года показали продолжение тренда – объем торгов за этот период составил 33,9 млрд тенге, что выше результата аналогичного периода 2020 года в 3 раза.

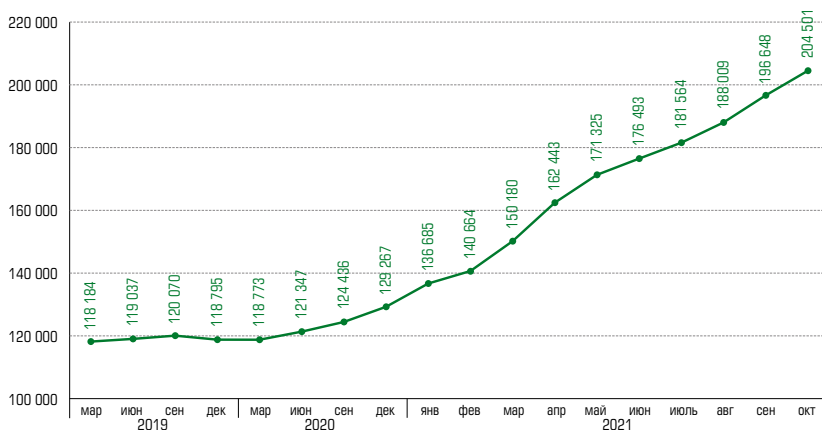
### НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ ДОЛГА МИКРОФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ



«Благодаря изменениям в казахстанском законодательстве инвестиции в ПИФ упростились как минимум по трем позициям. Первое – покупка. Когда это был внебиржевой фонд, то нужно было потратить время, совершить ряд действий, заполнить бумаги. Сейчас же есть биржа плюс цифровая технология – в пару кликов покупаешь ПИФ. Второе – появилась высокая ликвидность, т. е. упростилась продажа ПИФа. Раньше нужно было ждать дату выкупа месяцами, подавать заявление... Третье упрощение – налогообложение. Листинг помог инвесторам оптимизировать свой налог до нуля и сохранить сбережения. Именно листинг ПИФов на Казахстанской фондовой бирже позволил решить эти три вещи. Поэтому сейчас активность инвесторов нарастает», – считает **Нурдаулет Айдосов**, Председатель Правления брокерской компании *Jusan Invest*.<sup>15</sup>

Увеличению доли населения на фондовом рынке также способствовало повышение инклюзивности брокерских услуг. Благодаря пересмотру профильного законодательства с октября 2020 года казахстанцем была предоставлена возможность открывать счета с использованием удаленной биометрической идентификации. Нужно отдать должное оперативности крупных брокерских организаций, которые практически немедленно предоставили своим клиентам данный сервис с помощью своих мобильных приложений.

### КОЛИЧЕСТВО ЛИЦЕВЫХ СЧЕТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В СИСТЕМЕ УЧЕТА ЦД



*«В ответ на изменения инфраструктуры мы тоже меняемся и как брокеры предоставляем инвесторам новые инструменты. Но, естественно, мы делаем это с определенным лагом. Нам нужно перенастраивать свои IT-системы, системы риск-менеджмента... Я думаю, что биометрия будет, де-факто, стандартом в идентификации наших клиентов. До пандемии COVID-19 были очень сильные технологические барьеры для первого входа клиента в инфраструктуру фондового рынка. Были большие транзакционные издержки, страдали от этого все. Сейчас регуляторные изменения, которые наложились на технологические, уже дают колоссальный рост клиентов, и этот тренд будет только расти», – подчеркнул Александр Дронин, заместитель Председателя Правления АО «BCC Invest».<sup>16</sup>*

Свой вклад в повышение удобства работы с рынками для розничных инвесторов внесла и KASE, представив в начале 2021 года мобильное приложение «KASE Mobile». Оно дополнило список информационных продуктов биржи и было предназначено, прежде всего, для упрощения доступа розничных и профессиональных инвесторов к биржевой информации. Приложение позволяет участвовать в учебных торгах на KASE и дает возможность отслеживать рыночную и справочную информацию по большинству торгуемых на бирже инструментов. Кроме того, осенью 2020 года стартовала первая комплексная образовательная программа по фондовому рынку «Торговля на KASE: от А до Я» для начинающих инвесторов, включившая в себя, помимо тренингов и вебинаров, конкурсы для инвесторов как в рамках «тренировочных» торгов, так и на реальном рынке.

*«В целом очевидно, что руководство KASE очень много сделало в последние годы для развития рынка. Биржа стремится к лучшим практикам, и это уже дает свои плоды, позволяет международным инвесторам, работающим на других рынках, приходить сюда, понимая, что инфраструктура становится похожей на привычную для них. Для профсообщества важны технологии. И за последние 1,5 года на KASE сделан колоссальный рывок. На рынке появились стандарты, правильные технологии, система доступа, и компании стали заниматься розницей. Мы идем в правильном направлении. Так, за 2020 год в Центральной депозитарии было открыто более 17 тысяч счетов, в то время как за 10 месяцев 2021 года уже открыто свыше 73 тысяч новых счетов», – отмечает Сергей Лукьянов, Председатель Правления АО «Фридом Финанс».<sup>17</sup>*

«Цифровизация» услуг брокеров и биржи, а также общий бычий настрой главным образом отразились на показателях активности розничных инвесторов на рынке акций. Объем торгов на рынке акций в 2020 году увеличился на 17,1% до 238,4 млрд тенге, при этом на долю физических лиц на вторичном рынке пришлось 53,8% от брутто-оборота торгов. В лидерах роста на тот момент были акции KAZ Minerals и «Казатомпрома». Эта тенденция продолжилась и в 2021 году – объем торгов акциями за десять месяцев составил 197,4 млрд тенге, что на 16% выше, чем за аналогичный период 2020 года.

В начале 2021 года изменения в регулировании позволили вкладчикам ЕНПФ переводить «сверхнакопления» на их пенсионных счетах в частное управление.<sup>18</sup> Сразу несколько брокерских организаций предложили своим потенциальным клиентам стратегии управления пенсионными активами. К октябрю четыре компании управляли пенсионными активами: Halyk Global Markets, Jusan Invest, BCC Invest и «Сентрас Секьюритиз». Под их управлением находилось 5,4 млрд тенге. Увеличение количества институциональных инвесторов не только создало основу для повышения ликвидности и эффективности фондового рынка, но и создало предпосылки для развития конкурентной среды на рынке услуг управления активами.

KASE совместно с АРРФР также продолжила работу над проектами для профессиональных участников рынка – внедрила возможность торговли по омнибус-счетам (исключающую необходимость сегрегированного учета каждого клиента брокера), предоставила ряд новаций, которые позволили значительно сократить издержки брокеров при обеспечении и исполнении их обязательств по биржевым сделкам, внедрила электронный формат предоставления членства на бирже, а также продолжила работу по расширению инструментария денежного рынка. В частности, увеличила срок операций репо до 90 дней и приступила к реализации проекта по внедрению КСУ – принципиально нового финансового инструмента, который позволит участникам торгов более эффективно управлять обеспечением биржевых сделок, а также «обезличить» и унифицировать залог как в рамках обеспечения, так и в качестве предмета операций репо.

*«За эти годы мы успешно приняли реформы по развитию рынка ценных бумаг, создали новые возможности по предоставлению брокерских услуг населению банками, возможности удаленной идентификации и многие другие. Мы наблюдаем расцвет мобильных приложений, синхронизацию банков и брокеров по обслуживанию клиентов, постепенное восстановление рыночных механизмов кредитования, а также повышение ликвидности локального фондового рынка. Значительным событием, повышающим надежность и устойчивость сектора, является запуск Центрального контрагента во всех основных сегментах биржевого рынка, а также проведение работ по приведению фондового рынка в соответствие передовым международным стандартам», – подвела итоги 2020–2021 годов **Мадина Абылкасымова**, Председатель Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка.<sup>19</sup>*

В 2020 году АРРФР с участием биржевых структур, Министерства национальной экономики, Министерства финансов, Национального Банка, фонда «Самрук-Қазына» и ЕБРР также возобновила комплексную работу, направленную на повышение статуса казахстанского биржевого рынка в классификациях FTSE и MSCI с «Frontiers Market», который был получен в 2017 году, до «Emerging market» и «Secondary emerging market» соответственно.

И определенные результаты были достигнуты: по оценкам служб международных индексов MSCI и FTSE Russell в 2021 году, фондовый рынок Казахстана уже соответствовал основным качественным критериям «Emerging Market» MSCI и «Secondary emerging market» FTSE Russell в части регулирования, законодательства и инфраструктуры.

## УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ – НЕ ПРОСТО СЛОВА

Новым направлением в стратегии развития KASE на 2019–2021 годы стало внедрение принципов устойчивого развития. Его появление в числе ключевых приоритетов биржи не только соответствовало общему вектору мировой биржевой индустрии, но и позволило объединить в единую систему круг задач, направленных на повышение инвестиционной стоимости KASE и рост доверия к бирже со стороны ее партнеров и стейкхолдеров. В их число вошли улучшение качества управления рисками, внутреннего контроля и аудита, повышение прозрачности деятельности KASE, внедрение стандартов экологичности ведения бизнеса и укрепление социальной ответственности.

### «Методическая» эволюция

Присоединившись к Инициативе ООН «Устойчивые фондовые биржи» в 2015 году, KASE стала одной из первых, кто взял на себя добровольное публичное обязательство по продвижению критериев экологичности, социального развития и корпоративного управления (англ. Environmental, Social, and Corporate Governance, ESG) среди листинговых компаний.

С тех пор KASE последовательно продвигает наилучшую международную практику в области устойчивого развития, в том числе в части улучшения раскрытия информации по ESG среди компаний, зарегистрированных на биржах, проведения тренингов и обучающих семинаров, расширения продуктов, отвечающих принципам устойчивого развития. KASE – одна из 57 бирж-партнеров Инициативы ООН, продвигающих критерии ESG через тренинги, и из 101, распространяющих методики по составлению отчета по критериям ESG.

Ключевой инструмент популяризации ESG – Методика составления отчета по ESG-критериям – был разработан KASE еще в конце 2016 года. Его целью было содействие в формировании надлежащих систем корпоративного управления и управления рисками в компаниях, повышающих привлекательность эмитентов для иностранных инвесторов. В 2017 году биржа опубликовала первоначальную версию методики на своем сайте и рекомендовала компаниям использовать ее для подготовки соответствующих отчетов.

С 15 марта 2018 года KASE ввела в действие обновленную методику<sup>20</sup>, которая учитывает отраслевые спецификации по ключевым секторам экономики. В работе над ее усовершенствованием приняли участие эксперты Международной финансовой корпорации, что придало методике соответствующий международный статус.

В феврале 2020 года KASE обновила требования к годовым отчетам, предусмотрев в них дополнительное раскрытие информации по социальной ответственности и экологичности для компаний, ценные бумаги которых находятся в категории «Основная» официального списка биржи.

Инициатива биржи имела важное значение для компаний и дала возможность создать потенциал, необходимый для подготовки качественных отчетов по вопросам устойчивости. Уже по итогам 2020 года годовые отчеты с раскрытием ESG или основных ее элементов предоставили 76 из 186 листинговых организаций.<sup>21</sup>

Следующий шаг по переносу положений методики на требования к подготовке годовых отчетов был сделан в 2021 году. Биржа выделила отдельный документ – «Правила раскрытия информации», куда вошли ключевые требования методики. И если ранее KASE настаивала на раскрытии лишь основных моментов, то теперь началось полное раскрытие информации, в том числе определенных табличных спецификаций. Появились приложения, включающие список ключевых показателей деятельности в отношении общих, экологических и социальных вопросов. Также полностью включена оценка ключевых показателей деятельности по корпоративному управлению и такой важный элемент, как руководство по отраслевым спецификациям.

## Первопроходцы под флагом ESG

Растущий интерес к теме ESG со стороны инвесторов – это еще и возможность для расширения продуктовой линейки с акцентом на зеленые и иные облигации для финансирования проектов устойчивого развития.

В первой половине 2021 года KASE была создана инфраструктура, необходимая для выпуска ESG-облигаций на своей площадке, в том числе были определены требования для таких долговых инструментов, а также предусмотрены льготы на листинговые сборы.

Появились и первые эмитенты – в ноябре 2020 года Азиатский банк развития выпустил первые зеленые облигации и привлек 14 млрд тенге (\$32 млн), которые направлены на финансирование проектов банка по адаптации к изменению климата и смягчению его последствий в Казахстане.

В феврале 2021 года Азиатский банк развития привлек на KASE почти 8,4 млрд тенге (около \$20 млн) в рамках первых социальных облигаций для обеспечения доступного жилищного ипотечного кредитования для женщин-заемщиков, проживающих в регионах.

В сентябре 2021 года на KASE были размещены социальные облигации АО «Фонд развития предпринимательства «Даму» для финансирования ма-

лого и среднего бизнеса из секторов экономики, наиболее пострадавших во время пандемии COVID-19, а также зеленые облигации Евразийского банка развития для финансирования ESG-проектов на территории Казахстана.

Успешная популяризация ESG требует вовлечения разных групп заинтересованных сторон. В июле 2021 года в рамках конференции «Зеленое финансирование и рынок долгового капитала» KASE совместно с АРРФР и PwC Kazakhstan заключили меморандум о сотрудничестве в целях продвижения принципов устойчивого финансирования. В его рамках PwC Kazakhstan как независимая консалтинговая организация обязалась оказывать методологическую поддержку и консультации по международной практике создания инфраструктуры финансирования проектов ESG. В свою очередь, АРРФР зафиксировало свои намерения принять меры по стимулированию перехода финансовых организаций и листинговых компаний на стандарты ESG на системном уровне путем их интеграции в регулировании систем управления рисками и отчетности. В дальнейшем готовность подтверждать цели ESG по облигациям, размещаемым на KASE, выразили рейтинговые агентства «Эксперт РА» и АКРА, а также Центр зеленых финансов МФЦА.

*Председатель Правления KASE Алина Алдмаберген уверена, что усиление ESG-трендов в Казахстане – это лишь вопрос времени: «Пока у нас нет инвесторов, специализирующихся исключительно на ценных бумагах эмитентов, которые поддерживают «зеленую» экономику. Это больше вопрос будущего. Конечно, «зеленые» технологии сегодня дороги. Но в то же время для них уже предусмотрено специальное финансирование, которое делает их освоение возможным. Мы добились значительного увеличения количества компаний, соответствующих требованиям ESG-стандартов раскрытия нефинансовой информации. В процессе – выстраивание инфраструктуры для выпуска устойчивых облигаций. Сама KASE имеет достаточно высокие стандарты корпоративного управления, социальной ответственности и экологичности».<sup>22</sup>*

## На собственном примере

Биржа стремится не только продвигать принципы ESG среди листинговых компаний, но и старается придерживаться данных принципов в своей работе. В октябре 2020 года KASE приняла собственную Политику устойчивого развития<sup>23</sup>, которая определила основополагающие нормы, принципы, правила и подходы, которых нужно придерживаться при построении системы управления в области устойчивого развития. Политика разработана в соответствии с законодательством Республики Казахстан, внутренними документами KASE, условиями Глобального договора ООН и Принципами ответственного инвестирования ООН.

Ключевыми условиями перехода KASE к устойчивому развитию в Политике обозначены: включение принципов устойчивого развития в деятельность



## КОРПОРАТИВНЫЕ ЦЕННОСТИ

Стремление биржи к устойчивому ведению бизнеса нашло свое отражение и в обновленных корпоративных ценностях, которые KASE разработала и приняла в 2019 году.

Определение корпоративных ценностей, отвечающих текущим вызовам и самоидентификации коллектива биржи, стало важной составляющей функционирования KASE как команды профессионалов, реализующих стратегически важные проекты для развития биржевого рынка. После проведения внутреннего обсуждения коллектив биржи решил придерживаться таких ценностей, как инновационность, ответственность, открытость и заботливость, которые были закреплены в следующих формулировках:

- «Мы работаем на принципах инновационности и устойчивости для общего блага, постоянно адаптируясь к изменениям».
- «Мы ответственны за наши решения, подтверждая профессионализм нашей команды и высокое качество услуг».
- «Мы сотрудничаем с нашими партнерами, клиентами и друг с другом на принципах открытости и прозрачности».
- «Мы заботимся о будущем нашей страны, клиентов и сотрудников, создавая условия для развития».



*Корпоративные ценности KASE, 2019 год*

биржи; закрепление роли, компетенции, ответственности каждого органа и всех работников за реализацию принципов устойчивого развития; внедрение принципов прозрачности и измеримости при достижении цели в области устойчивого развития.

Корпоративные ценности KASE символизируют стремление к объединению бизнеса и команды биржи в целях развития фондового рынка, совершенствования существующих и внедрения новых технологий, продуктов и услуг, а также достижения устойчивости развития всеми участниками рынка.

В 2019 году коллектив биржи избрал среди своих коллег тех работников, кто демонстрирует личные качества, в наибольшей степени отвечающие ключевым постулатам обновленных корпоративных ценностей. С тех пор избрание носителей ценностей KASE стало ежегодной традицией.

\*\*\*

Подходя к юбилейной дате 30-летия независимости Республики Казахстан, KASE констатировала, что, несмотря на вызовы, связанные с глобальной пандемией, практически все задачи, вошедшие в стратегию биржи на 2019–2021 годы, были решены.

Реализованные в течение этих трех лет проекты предоставили участникам торгов новые возможности для эффективной работы на рынках KASE. Для финансовых институтов и инвесторов стали доступны современные торговые системы, возможность выбора более широкого спектра финансовых инструментов, типов подаваемых заявок и режимов торгов, обновленные индикаторы как ориентир динамики рынков и стоимости активов во времени, информационно-аналитические продукты, представленные как в информационных ресурсах KASE, так и в терминалах ведущих агентств.

Сервис ЦК позволил инвесторам быть уверенными в своевременном получении активов по сделкам, адекватно оценивать риск-профиль рынка в целом и использовать открывшиеся возможности единого лимита при частичном обеспечении по заключенным сделкам для роста ликвидности.

KASE «оцифровала» сопутствующие услуги, а также усилила обратную связь с эмитентами и инвесторами.

Все это, помноженное на либерализацию законодательства и глобальный рост интереса к цифровым финансовым технологиям, заложило надежный фундамент для нового импульса в развитии казахстанского фондового рынка.

Команда KASE в очередной раз доказала, что способна заглянуть за горизонт, умеет строить планы и профессионально их реализовывать. И такое конкурентное преимущество гарантирует, что Казахстанская фондовая биржа останется в тренде нового времени.



*Конференция «Зеленое финансирование и рынок долгового капитала», организованная KASE совместно с PricewaterhouseCoopers Kazakhstan и «Народным сберегательным банком Казахстана», 2021 год*



*Открытая лекция в рамках проекта «KASE Talks» с участием Болата Жамишева, 2019 год*

## СОКРАЩЕНИЯ И ТЕРМИНЫ

<b>ACC</b>	Association of Corporate Counsel	<b>KazPrime</b>	Среднее значение ставок размещения денег на депозиты, заявленных банками наилучшего для Казахстана кредитного качества
<b>ADR</b>	Американская депозитарная расписка – тип производной ценной бумаги	<b>KIBOR</b>	Среднее значение индикативных ставок размещения на межбанковские депозиты в Казахстане
<b>AIX</b>	Astana International Exchange	<b>KTX</b>	Kazakhstan Traded Index – индекс рынка акций KASE, рассчитываемый Венской биржей путем взвешивания рыночной капитализации, в евро и долларах США. Для расчетов используются цены акций на KASE
<b>ALT</b>	Алматинское время (GMT + 06:00)	<b>KZT</b>	Казахстанский тенге
<b>AFINEX</b>	ЗАО «Алматинская биржа финансовых инструментов» (официальное сокращенное название биржи)	<b>LIBOR</b>	Ставка вознаграждения (интереса) по кредитам в различных валютах, предоставляемым лондонскими банками, обычно на срок 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев
<b>BCG</b>	Boston Consulting Group	<b>LME</b>	Общепринятое сокращение названия Лондонской биржи металлов
<b>CAPMEK</b>	Консалтинговая компания, основанная в Вене и специализирующаяся на развитии услуг на рынке капитала The Capital Market Experts	<b>LSE</b>	Общепринятое сокращение названия Лондонской фондовой биржи
<b>DEM</b>	Марка ФРГ	<b>MOEX</b>	Московская биржа
<b>DMA</b>	Direct Market Access – прямой доступ к торговой системе биржи для участников торгов второго уровня или клиентов членов биржи	<b>NYMEX</b>	New York Mercantile Exchange – Нью-Йоркская товарная биржа (Нью-Йорк, США)
<b>EBRD</b>	European Bank for Reconstruction and Development (Европейский банк реконструкции и развития)	<b>«NZ»</b>	Серия ГПА, допущенных к реализации в секторе «Нелистинговые ценные бумаги» KASE
<b>EMEA</b>	Аббревиатура «Europe, the Middle East and Africa»	<b>RUB</b>	Российский рубль
<b>ETF</b>	Exchange Traded Fund – биржевой инвестиционный фонд	<b>S&amp;P</b>	Standard & Poor's
<b>eTrade.kz</b>	ТОО «eTrade.kz» – дочерняя организация биржи	<b>SPT</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит на второй рабочий день со дня ее заключения (от английского слова «spot»)
<b>EUR</b>	Единая европейская валюта евро	<b>SPO</b>	Вторичное публичное размещение (от английского «secondary public offering»)
<b>FEAS</b>	Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (Федерация евроазиатских фондовых бирж)	<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle (специальное предприятие: юридическое лицо – нерезидент Республики Казахстан, являющееся эмитентом международных облигаций, единственным учредителем (участником, акционером) которого является юридическое лицо Республики Казахстан, выступающее гарантом исполнения обязательств по этим облигациям)
<b>Fitch</b>	Fitch, Inc.	<b>SSE</b>	Sustainable Stock Exchanges Initiative – Инициатива Организации Объединенных Наций для устойчивых бирж
<b>FIX</b>	Financial Information Exchange – протокол передачи данных, являющийся международным стандартом обмена финансовой информацией	<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications (Сообщество всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций)
<b>FTSE</b>	Financial Times Stock Exchange	<b>TOD</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит в день ее заключения (от английского слова «today»)
<b>IBRD</b>	International Bank for Reconstruction and Development – Международный банк реконструкции и развития		
<b>IFC</b>	International Finance Corporation – Международная финансовая корпорация		
<b>IOSCO</b>	International Organization of Securities Commissions – Международная организация комиссий по ценным бумагам		
<b>IPO</b>	Initial Public Offering (первичное публичное размещение)		
<b>ISMA</b>	International Securities Market Association – Международная ассоциация дилеров рынка ценных бумаг		
<b>KASE</b>	Аббревиатура наименования АО «Казахстанская фондовая биржа»		
<b>KASE_BY</b>	Индекс доходности корпоративных облигаций		

<b>TOM</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит на следующий рабочий день со дня ее заключения (от английского слова tomorrow)	<b>АСТ</b>	Автоматизированная система торговли финансовыми инструментами
<b>TONIA</b>	Средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия операций репо сроком на один день на рынке автоматического репо с государственными ценными бумагами Республики Казахстан	<b>АФК</b>	Ассоциация финансистов Казахстана
<b>TRION</b>	Средневзвешенная процентная ставка по операциям репо с Корзиной ГЦБ, осуществляемым с участием Центрального контрагента, сроком на один день, рассчитываемая в течение каждого торгового дня.	<b>АФН</b>	Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций
<b>TWINA</b>	Средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия операций репо сроком на семь дней на рынке автоматического репо с государственными ценными бумагами Республики Казахстан	<b>БВУ</b>	Банк (банки) второго уровня
<b>T+0</b>	см. TOD	<b>Брокеры-дилеры</b>	Брокерские и/или дилерские организации
<b>T+1</b>	см. TOM	<b>ВВП</b>	Валовый внутренний продукт (Республики Казахстан, если не указано иное)
<b>T+2</b>	см. SPT	<b>г.</b>	Город
<b>T+3</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит на 3-й рабочий день со дня ее заключения	<b>ГДР, GDR</b>	Глобальная депозитарная расписка – тип производной ценной бумаги
<b>T+n</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит на n-ный рабочий день со дня ее заключения	<b>ГКО</b>	Государственные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (рус., обычно применяется к ценным бумагам всех сроков погашения, числа после аббревиатуры означают срок обращения в месяцах)
<b>USAID</b>	United States Agency for International Development – Агентство США по международному развитию	<b>ГПА</b>	Государственные пакеты акций
<b>USD, \$</b>	Доллар США	<b>ГНПФ</b>	АО «Накопительный пенсионный фонд «ГНПФ» (до 2003 года ЗАО)
<b>WBAG</b>	Wiener Börse AG (Венская фондовая биржа)	<b>ГЦБ</b>	Государственные эмиссионные ценные бумаги (Республики Казахстан, если не указано иное)
<b>WFE</b>	World Federation of Exchanges (Всемирная федерация бирж)	<b>ДБ</b>	Дочерний банк
<b>«Z»</b>	Серия ГПА, допущенных к реализации в секторе торговли ГПА KASE	<b>ДКБ-2020</b>	«Дорожная карта бизнеса – 2020»
<b>АБ</b>	Акционерный банк	<b>ДКП</b>	Денежно-кредитная политика
<b>АБД РЦБ</b>	Ассоциация брокеров-дилеров рынка ценных бумаг Республики Казахстан	<b>ЕНПФ</b>	АО «Единый накопительный пенсионный фонд»
<b>АВМЕКАМ</b>	Специальные валютные государственные облигации Министерства финансов Республики Казахстан (каз.)	<b>ЕСР</b>	Единая ставка по операциям репо
<b>АКБ</b>	Акционерный коммерческий банк	<b>ЕТС</b>	Товарная биржа «Евразийская торговая система»
<b>АО</b>	Акционерное общество	<b>ЗАО</b>	Закрытое акционерное общество
<b>АОЗТ</b>	Акционерное общество закрытого типа	<b>ЗВР</b>	Золото-валютные резервы
<b>АРД РФЦА</b>	Агентство Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы	<b>Закон о минимизации рисков</b>	Закон Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности и финансовых организаций в части минимизации рисков» от 28 декабря 2011 года №524-IV
<b>АРРФР</b>	Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансовых рынков	<b>Индекс KASE</b>	Индекс рынка акций KASE
		<b>ИРБИС</b>	ТОО «Информационное агентство финансовых рынков «ИРБИС» – дочерняя организация KASE, уполномоченная на распространение биржевой информации
		<b>ИЦ</b>	Индекс цен

<b>КБТУ</b>	Казахстанско-британский технологический университет	<b>МЕККАМ</b>	Государственные краткосрочные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения до одного года включительно) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)
<b>КИМЭП</b>	Казахстанский институт менеджмента, экономики и прогнозирования	<b>МЕОКАМ</b>	Государственные среднесрочные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения свыше года до пяти лет включительно) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)
<b>КТС</b>	Котировочная торговая система KASE	<b>МЕУЖКАМ</b>	Государственные долгосрочные сберегательные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения свыше пяти лет), размещаемые среди накопительных пенсионных фондов (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)
<b>КУПА</b>	Компания по управлению пенсионными активами	<b>МЕУКАМ</b>	Государственные долгосрочные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения свыше пяти лет) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)
<b>КФБ</b>	Казахстанская фондовая биржа до разделения на AFINEX и KASE	<b>Минфин</b>	Министерство финансов Республики Казахстан
<b>КФН НБК</b>	Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан	<b>МИО</b>	Местные исполнительные органы
<b>КЦБ</b>	Корпоративные ценные бумаги	<b>млн</b>	Миллион
<b>КЦМР</b>	Казахстанский центр межбанковских расчетов Национального Банка Республики Казахстан	<b>млрд</b>	Миллиард
<b>МАБ СНГ</b>	Международная ассоциация бирж стран Содружества независимых государств	<b>ММВБ</b>	Московская межбанковская валютная биржа (Россия)
<b>Маркет-мейкер</b>	Член Биржи, признанный в качестве такового биржей и принявший на себя обязательство постоянно объявлять и поддерживать двусторонние котировки по ценным бумагам определенного типа	<b>МОИКАМ</b>	Государственные среднесрочные индексированные казначейские обязательства Республики Казахстан со сроком обращения свыше года до пяти лет включительно (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)
<b>МАОКАМ</b>	Государственные специальные среднесрочные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроками обращения два и три года) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)	<b>МРП</b>	Месячный расчетный показатель для исчисления пособий и иных социальных выплат, а также для применения штрафных санкций, налогов и других платежей в соответствии с законодательством Республики Казахстан, значение которого устанавливается законами Республики Казахстан «О республиканском бюджете» на соответствующие годы
<b>МАОКО</b>	Государственные специальные компенсационные казначейские облигации Министерства финансов Республики Казахстан (со сроками обращения один, два и три года) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)	<b>МРТ</b>	Минимальные резервные требования – обязательная доля от суммы обязательств банка, которую банк поддерживает в виде наличных денег в своей кассе в национальной и свободно конвертируемой валютах и денег на корреспондентских счетах в Национальном Банке в национальной и свободно конвертируемой валютах (резервные активы)
<b>МВФ</b>	Международный валютный фонд	<b>МСБ</b>	Малый и средний бизнес
<b>МЕАКАМ</b>	Государственные специальные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан со сроком обращения 10 лет (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)		
<b>МЕИКАМ</b>	Государственные индексированные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения три месяца и более) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)		
<b>МЕКАВМ</b>	Государственные краткосрочные казначейские валютные обязательства со сроком обращения три, шесть, девять и двенадцать месяцев (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)		
<b>МЕКАМ</b>	Государственные казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (обычно применяется к ценным бумагам всех сроков погашения) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)		

<b>МУИКАМ</b>	Государственные долгосрочные индексируемые казначейские обязательства Министерства финансов Республики Казахстан (со сроком обращения свыше пяти лет) (аббревиатура названия ценных бумаг на казахском языке)	<b>Правительство</b>	Правительство Республики Казахстан
<b>МФО</b>	Международная финансовая организация (международные финансовые организации)	<b>РК</b>	Республика Казахстан
<b>МФЦА</b>	Международный финансовый центр «Астана»	<b>РФ</b>	Российская Федерация
<b>Народное IPO</b>	Программа вывода пакетов акций дочерних и зависимых организаций акционерного общества «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына» на рынок ценных бумаг, утвержденная постановлением Правительства Республики Казахстан от 8 сентября 2011 года №1027	<b>РФЦА</b>	Региональный финансовый центр города Алматы
<b>НБРК</b>	Национальный Банк Республики Казахстан	<b>СК</b>	Страховая компания (страховые компании)
<b>НИН</b>	Национальный идентификационный номер ценной бумаги, присвоенный в соответствии с законодательством Республики Казахстан	<b>СКВ</b>	Свободно конвертируемая валюта
<b>НКЦБ</b>	Национальная комиссия Республики Казахстан по ценным бумагам	<b>СМИ</b>	Средства массовой информации
<b>НПФ</b>	Негосударственный пенсионный накопительный фонд	<b>см.</b>	Смотрите
<b>НПА</b>	Нормативный правовой акт	<b>СНГ</b>	Содружество Независимых Государств
<b>НПП РК «Атамекен»</b>	Национальная палата предпринимателей Республики Казахстан «Атамекен»	<b>СП</b>	Совместное предприятие
<b>НПФ</b>	Накопительный пенсионный фонд (накопительные пенсионные фонды)	<b>спот</b>	Условие осуществления расчетов, при котором исполнение сделки происходит через один рабочий день со дня ее заключения
<b>НСО</b>	Национальные сберегательные облигации Министерства финансов Республики Казахстан	<b>СРО</b>	Саморегулируемая организация
<b>НЦБ</b>	Негосударственные эмиссионные ценные бумаги	<b>СПОК</b>	Свободно плавающий обменный курс
<b>ОАО</b>	Открытое акционерное общество	<b>СТП РФЦА</b>	Специальная торговая площадка регионального финансового центра города Алматы
<b>Операционная маржа</b>	Отношение операционной прибыли (прибыли от основной деятельности до уплаты налогов и процентов) к объему продаж	<b>сукук</b>	Финансовый документ, распространенный в странах шариата, т. н. исламский эквивалент облигаций
<b>ООИУПА</b>	Организация, осуществляющая (организации, осуществляющие) инвестиционное управление пенсионными активами	<b>СУР</b>	Служба управления рисками
<b>ОСР</b>	Официальная ставка репо	<b>США</b>	Соединенные Штаты Америки
<b>ОТП KASE</b>	Основная торговая площадка KASE (в отличие от СТП РФЦА)	<b>СЭЗ</b>	Специальная экономическая зона
<b>ОЭСР</b>	Организация экономического сотрудничества и развития, международная экономическая организация	<b>таб.</b>	таблица
<b>ОЮЛ</b>	Объединение юридических лиц	<b>тыс.</b>	тысяча
<b>ПА</b>	Пенсионные активы	<b>трлн</b>	триллион
		<b>ТКС</b>	Торгово-клиринговые системы АО «Казахстанская фондовая биржа»
		<b>ТОО</b>	Товарищество с ограниченной ответственностью
		<b>Торговая система, ТС</b>	Торговая система АО «Казахстанская фондовая биржа»
		<b>УТС</b>	Учебная торговая система Биржи
		<b>ФНБ</b>	Фонд национального благосостояния
		<b>ФРС</b>	Федеральная резервная система
		<b>ЦАФБ</b>	АОЗТ «Центрально-Азиатская фондовая биржа»
		<b>ЦБ</b>	Ценные бумаги
		<b>ЦД</b>	АО «Центральный депозитарий ценных бумаг»
		<b>ЦК</b>	Центральный контрагент – лицо, выступающее посредником между сторонами заключаемой сделки и принимающее на себя обязательства по ее исполнению (от английского «Central Counterpart»)

# ССЫЛКИ И ПРИМЕЧАНИЯ

## Глава 1

- 1 Стратегия становления и развития Казахстана как суверенного государства, 16 мая 1992. См. также: Постановление Президента РК от 15 июля 1992 года №853 «О мерах по реализации Стратегии становления и развития Казахстана как суверенного государства».
- 2 Закон РК «О банках в Республике Казахстан» от 14 апреля 1993 года. Утратил силу Указом Президента Республики Казахстан, имеющим силу Закона, от 31 августа 1995 г. №2440. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z930001900\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z930001900_)
- 3 Закон Казахской ССР «Об обращении ценных бумаг и фондовой бирже в Казахской ССР» от 11 июня 1991 года. Утратил силу Указом Президента от 20 марта 1994 г. №1613 ~U941613. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z910003100\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z910003100_)
- 4 Закон Казахской ССР «О валютном регулировании в Казахской ССР» от 13 июня 1991 г. (Ведомости Верховного Совета Казахской ССР, 1991 г.).
- 5 Заместитель Премьер-министра Республики Казахстан (1991–1992), первый заместитель Премьер-министра Республики Казахстан (02.1992–12.1993), Председатель Национального Банка Республики Казахстан (1993–1996).
- 6 Газета «Панорама» №33, август 2001 г. [www.panoramakz.com/index.php/archive?y=2001&n=33](http://www.panoramakz.com/index.php/archive?y=2001&n=33)
- 7 Председатель Правления Национального Государственного банка Республики Казахстан (1992–1994).
- 8 (нем. Deutsche Mark, DEM) – денежная единица Федеративной Республики Германия, выведенная из обращения после перехода на евро в 2002 году.
- 9 Генеральный директор Казахстанской межбанковской валютной биржи, управляющий ИПФ «Новое поколение» (1993–1994). Исполняющий обязанности председателя, Председатель Правления АОЗТ «Акционерный народный сберегательный банк Казахстана», Президент государственного банка «Объединенный банк Казахстана» (1994–1997).
- 10 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2018 г.
- 11 В 1989–1994 годы занимал различные должности в банках второго уровня. Вице-президент Ассоциации банков Республики Казахстан (1994–1997).
- 12 Первый заместитель Председателя Правления АБ «Казкоммерцбанк» (07.1992–01.1995); заместитель Министра финансов Республики Казахстан (01.1995–11.1995).
- 13 С 1991 по 2004 год работал в банковском секторе. В разные годы занимал должности от начальника отдела до заместителя Председателя Правления Туранбанка, Председателя Правления Алембанка, Председателя Правления Алматинского коммерческого банка, первого заместителя Председателя Правления Народного банка.
- 14 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 15 [http://www.e-reading.club/chapter.php/1029984/22/Nazarbaev\\_-\\_Kazahstanskiy\\_put.html](http://www.e-reading.club/chapter.php/1029984/22/Nazarbaev_-_Kazahstanskiy_put.html)
- 16 Протокол №1 от 17 ноября 1993 года.
- 17 Казахский акционерный коммерческий банк кредитования социального развития (Казкредсоцбанк), дата регистрации – 03.11.1993, ликвидирован 14.08.1995.
- 18 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 19 Первый заместитель Председателя КЦАБ «Центрбанк» (1989–1995); Председатель Правления Казахского акционерного банка кредитования социального развития (08.1995–07.1997).
- 20 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 21 ММВБ учреждена в январе 1992 года вместо валютной биржи Госбанка (на которой с 1989 года проводились рублево-долларовые валютные аукционы Внешэкономбанка). 9 декабря 2011 года в результате слияния бирж ММВБ и РТС образована Московская биржа.
- 22 13-я годовщина «черного вторника», Информационное агентство «Финмаркет», 11 октября 2007 года. <http://www.finmarket.ru/news/686333>
- 23 Из интервью редакционной коллегии биржи, апрель 2018 г.
- 24 От англ. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications (SWIFT).
- 25 Reuters (англ.) – одно из крупнейших в мире международных агентств новостей и финансовой информации, существует с середины XIX века. В 2008 году куплено корпорацией Thomson, после этого стало называться Thomson Reuters.
- 26 Книга «10 лет национальной валюте Республики Казахстан», издательство ТОО «DPS», 2003 г.
- 27 Универсальный, один из 30 важнейших транснациональных банков, включает коммерческие, ипотечные, инвестиционные банки, лизинговые компании.
- 28 Ведущий экономист Центрально-Азиатской фондовой биржи (11.1995–11.1996); в последующие годы занимал различные должности в Департаменте исследований и статистики Национального Банка Республики Казахстан (11.1996–08.2007).
- 29 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 30 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 31 Правила осуществления расчетов по итогам торгов иностранными валютами, утвержденные Комитетом Биржевого совета по валютному рынку от 24 августа 1999 года.
- 32 (англ. on line) в реальном времени.
- 33 (англ. today – сегодня) поставка в день торгов.
- 34 (англ. tomorrow – завтра) поставка на следующий рабочий день.
- 35 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2018 г.



- 36 Bloomberg (англ) – информационное агентство, предоставляющее информацию для профессиональных участников финансовых рынков по всему миру. Основано в Нью-Йорке в 1982 году.
- 37 ОАО «Казагропромбанк», с 1 декабря 2000 года Национальный Банк Казахстана принял решение о консервации ОАО «Казагропромбанк» (Алматы). Преемником банка стал «Наурыз банк Казахстан». <https://kase.kz/ru/news/show/94279/>
- 38 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 39 Dow Jones & Company, одно из ведущих мировых агентств финансовой информации, издатель The Wall Street Journal. Входит в медиахолдинг News Corp.
- 40 Трансляция Market Data в режиме реального времени на терминалы Thomson Reuters в виде потока, форматированного по FIX-протоколу, то есть так, как это передается сейчас, началась значительно позже – в 2010 году.
- 41 Агентство США по международному развитию (англ. United States Agency for International Development, USAID) – центральный орган государственного управления Соединенных Штатов Америки в области оказания помощи за рубежом. Деятельность USAID в Казахстане началась в 1992 году.
- го пакета акций которых будет реализована на фондовой бирже». Утратило силу Постановлением Правительства РК от 30 сентября 1999 г. №1504. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/P960001716\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/P960001716_)
- 11 Заместитель Председателя Национального Банка Республики Казахстан (1994–1996), Председатель Национальной комиссии Республики Казахстан по ценным бумагам (11.1996–10.1997).
- 12 Председатель Национальной комиссии Республики Казахстан по ценным бумагам (1995–1996).
- 13 Марченко Г.А. «Финансы как творчество. Хроника финансовых реформ в Казахстане», Время, 2008 г.
- 14 Закон «О рынке ценных бумаг Республики Казахстан» №77 и Закон «О регистрации сделок с ценными бумагами в Республике Казахстан» №78 от 5 марта 1997 г. Утратили силу Законом «О рынке ценных бумаг РК» от 2 июля 2003 года №461.
- 15 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 16 Закон «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан» от 20 июня 1997 года №136. Утратил силу Законом «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан» от 21 июня 2013 года №105-V. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z970000136\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z970000136_)
- 17 ОАО «Нефтехимбанк» (Шымкент), Постановлением Правления Национального Банка РК от 19 апреля 2000 года #141 аннулирована лицензия на проведение банковских операций в тенге и иностранной валюте от 10 июня 1999 года №228.
- 18 По книге Григория Марченко «Финансы как творчество. Хроника финансовых реформ в Казахстане».
- 19 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 20 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 21 На конец 1998 года.
- 22 [## Глава 2](https://kursiv.kz/news/finansy/2018-08/grigoriy-marchenko-o-pensionnoy-sisteme-my-vsyo-sdelalipravilno, август 2018 г.</a></p>
<p>23 Постановление Национальной комиссии РК по ценным бумагам от 5 октября 1998 года №158 «О сделках с международными государственными ценными бумагами Республики Казахстан с участием пенсионных активов». Утратило силу в соответствии с поста-</p>
</div>
<div data-bbox=)

- 1 Закон Казахской ССР от 11 июня 1991 года «Об обращении ценных бумаг и фондовой бирже в Казахской ССР», введенный в действие с 1 октября этого же года. Утратил силу в соответствии с Указом Президента РК от 20.03.94 №1613 «О мерах по формированию рынка ценных бумаг». [https://egov.kz/cms/ru/law/list/Z910003100\\_](https://egov.kz/cms/ru/law/list/Z910003100_)
- 2 Программа разгосударствления и приватизации государственной собственности в Казахской ССР на 1991–1992 годы (I этап), утвержденная Постановлением Президента Казахской ССР от 13 сентября 1991 года №444. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/K910000444\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/K910000444_)
- 3 Указ Президента Республики Казахстан от 20 марта 1994 г. №1613 «О мерах по формированию рынка ценных бумаг». Утратил силу Указом Президента Республики Казахстан от 21 апреля 1995 г. №2228 [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=1002860#pos=0;27](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1002860#pos=0;27)
- 4 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 5 Временные положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовой бирже и о ценных бумагах были утверждены постановлением Кабинета Министров Республики Казахстан от 3 октября 1994 г. №1099 до принятия Закона Республики Казахстан «О ценных бумагах и фондовой бирже». [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=1003185#pos=0;0](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1003185#pos=0;0) [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=1003185#sub\\_id=2](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1003185#sub_id=2)
- 6 Несколько позже ГКВ были переименованы в государственные казначейские обязательства (ГКО), а еще позже это наименование было переведено на казахский язык и получило аббревиатуру МЕКАМ.
- 7 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 8 Программа развития рынка ценных бумаг в Республике Казахстан утверждена Постановлением Правительства РК от 17 мая 1996 г. №608. Утратила силу в соответствии с постановлением Правительства РК от 09.02.05.
- 9 Постановление Правительства РК от 14 декабря 1996 года №1538 «О мерах по активизации биржевой торговли ценными бумагами». [https://online.zakon.kz/document/?doc\\_id=1007060](https://online.zakon.kz/document/?doc_id=1007060)
- 10 Постановление Правительства Республики Казахстан от 31 декабря 1996 г. №1716 «Об утверждении перечней хозяйствующих субъектов, часть государственно-

- новления Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 1 июня 2010 года №75.
- 24 Дочерняя компания АО «Казкоммерцбанк», учрежденная 1 октября 1997 года в соответствии с законодательством Королевства Нидерландов. Ликвидация зарегистрирована 28 июня 2018 года.
- 25 Закон Республики Казахстан от 22 апреля 1998 года №220-І «О товариществах с ограниченной и дополнительной ответственностью». [http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z980000220\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z980000220_)
- 26 Закон Республики Казахстан от 13 мая 2003 года №415-ІІ «Об акционерных обществах». [http://adilet.zan.kz/rus/docs/P010001400\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/P010001400_)
- 27 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 28 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 29 Начало свою деятельность в 1992 году как Акционерный коммерческий банк «Угольбанк», который в августе 1996 года был преобразован и перерегистрирован в ОАО «Комирбанк». Принудительно ликвидирован 8 декабря 2001 года.
- 30 Позже переименовано в ЗАО «Национальная компания» «КазМунайГаз», затем в АО «Национальная компания» «КазмунайГаз».
- 31 Аббревиатура «KASE» была введена в действие в 1997 году для исключения путаницы, так как аббревиатуру «КФБ» имела еще одна биржа в регионе – Кыргызская фондовая биржа.
- 1 Ректор университета «Туран», доктор экономических наук, профессор Рахман Алшанов так писал по этому поводу: «В 2004 году в Казахстан было привлечено 8,3 миллиарда долларов прямых инвестиций, в 2005 году – 6,6 миллиарда. Валовой приток составил 46,2 миллиарда долларов (свыше 80% от общего объема ПИИ в Центральную Азию). По показателю среднедушевого ПИИ Казахстан – в группе мировых лидеров». [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=30103189#pos=5;-260](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30103189#pos=5;-260)
- 2 ОАО «Народный сберегательный банк Казахстана».
- 3 (от англ. special purpose vehicle) – компания специального назначения, преимущественными целями создания которой являются реализация и обслуживание определенного проекта.
- 4 Отчет KASE за 2003 год. [https://kase.kz/files/reports/2003\\_ru.pdf](https://kase.kz/files/reports/2003_ru.pdf)
- 5 Министр финансов Республики Казахстан, управляющий Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) в Казахстане (06.2003–04.2004).
- 6 Из интервью редакционной коллегии биржи, 2018 г.
- 7 Правила выпуска, размещения, обращения и погашения краткосрочных нот Национального Банка Республики Казахстан, утвержденные Постановлением Правления Национального Банка Республики Казахстан от 20 декабря 2001 года №554. Утратило силу постановлением Правления Национального Банка РК от 15 сентября 2005 года №108 (V053894). [http://adilet.zan.kz/rus/docs/V010001748\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/V010001748_)
- 8 Первый вице-министр финансов Республики Казахстан (03.2004–05.04.2004); Министр финансов Республики Казахстан (05.04.2004–19.01.2006); Председатель Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (19.01.2006–23.01.2008).
- 9 Вице-министр внутренних дел Республики Казахстан (2001–2002); заместитель Председателя Национального Банка Республики Казахстан (2003–2004); Председатель Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (2004–2006).
- 10 Закон Республики Казахстан «О бюджетной системе» от 24 декабря 1996 г. №52-І. Утратил силу – Законом РК от 1 апреля 1999 г. №358 ~Z990358.
- 11 Закон Республики Казахстан «О государственном и гарантированном государством заимствовании и долге» от 2 августа 1999 г. №464. Утратил силу с 1 января 2005 года – Бюджетным кодексом Республики Казахстан от 24 апреля 2004 г. №548 (K040548).
- 12 Из отчета KASE за 2000 год. [https://kase.kz/files/reports/2000\\_ru.pdf](https://kase.kz/files/reports/2000_ru.pdf)
- 13 «Обязанности и права членов ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» категории «К», имеющих статус маркет-мейкера международных облигаций Республики Казахстан в Секторе мелких лотов», утвержденные решением Биржевого совета ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» (протокол от 19 мая 2000 года №7). Решением Биржевого совета KASE от 9 апреля 2004 года признаны утратившими силу.
- 14 Председатель Агентства РК по стратегическому планированию (1999–2001); Первый вице-министр финансов Республики Казахстан (2001–2002); Министр экономики и бюджетного планирования Республики Казахстан (28.08.2002–18.04.2006).
- 15 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 16 Из отчета KASE за 2004 год. [https://kase.kz/files/reports/2004\\_ru.pdf](https://kase.kz/files/reports/2004_ru.pdf)
- 17 Казахстанская правда, апрель 2006 г.
- 18 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 19 Утверждена постановлением Правительства Республики Казахстан от 24 декабря 2004 года №1385.
- 20 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 21 Операции автоматического репо с корзиной НЦБ, в качестве которой выступал ломбардный список Национального Банка, стали доступны на KASE в июле 2016 года.
- 22 Утверждены решением заочного общего собрания членов Казахстанской фондовой биржи (KASE).

- 23 Утверждена решением Правления KASE от 24 декабря 2002 года #137/0.
- 24 Программа либерализации валютного режима в Республике Казахстан на 2003–2004 годы, утвержденная Постановлением Правительства РК от 29 января 2003 года №103.
- 25 Программа либерализации валютного режима в Республике Казахстан на 2005–2007 годы, утвержденная Постановлением Правительства Республики Казахстан от 25 июня 2004 года №705.
- 26 Закон РК «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты РК по вопросам банковской деятельности, валютного регулирования и валютного контроля» от 8 мая 2003 года.
- 27 Закон РК «О валютном регулировании и валютном контроле» от 13 июня 2005 года №57.
- 28 Приказ Председателя АРД РФЦА «Об определении акционерного общества «Казахстанская фондовая биржа» в качестве специальной торговой площадки регионального финансового центра города Алматы» от 15 декабря 2006 года №74.
- 1 Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций образовано 1 января 2004 года. Указом Президента РК «О дальнейшем совершенствовании системы государственного регулирования финансового рынка Республики Казахстан» от 12 апреля 2011 года № 25 функции и полномочия Агентства были переданы Национальному Банку РК, Указом от 18 апреля 2011 года № 61 был образован Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан.
- 2 Председатель АФН с 19 января 2006 г. по январь 2008 г.
- 3 АО «Альянс Банк», ведет свою историю с 7 июля 1993 года, когда в городе Павлодаре (Павлодарская область) был основан один из первых региональных банков Казахстана – ОАО «ИртышБизнесБанк», с 13 марта 2002 года был переименован в ОАО «Альянс Банк», с 10 февраля 2015 года – в АО «ForteBank». Этим переименованием завершился процесс юридического объединения АО «Темірбанк», АО «Альянс Банк» и АО «ForteBank», явившегося следствием выкупа Булатом Утемуратовым мажоритарных долей акций Темірбанка и Альянс Банка.
- 4 <http://www.zakon.kz/81883-ao-ajlans-bank-kazakhstan-soobshhilo-o.html>, 1 февраля 2007 года.
- 5 <http://www.nationalbank.kz/index.cfm?docid=3068&swit ch=russian&view=liquidation&id=499>
- 6 АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» (учреждено постановлением Правления НБРК от 15 ноября 1999 года №393 «О создании закрытого акционерного общества «Казахстанский фонд гарантирования (страхования) вкладов физических лиц» в качестве 100%-й дочерней организации Национального Банка).
- 7 Агентство Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы (образовано 1 февраля 2006 года Указом Президента Республики Казахстан №55 как государственный орган, непосредственно подчиненный и подотчетный Президенту Республики Казахстан).
- 8 <http://www.zakon.kz/86401-ao-bank-turanalem-kazakhstan-soobshhilo.html>, 26.04 2007 г.
- 9 [http://expert.ru/kazakhstan/2007/25/ebrr\\_voshel\\_v\\_gnprf/](http://expert.ru/kazakhstan/2007/25/ebrr_voshel_v_gnprf/) «Эксперт Казахстан» №25 (127).
- 10 Казахстанская правда, сентябрь 2007 года.
- 11 <http://www.polit.nnov.ru/2009/04/06/gistcrisisetape13/>
- 12 Создана в мае 1999 года в соответствии с резолюцией 1-го Конгресса финансистов Казахстана.
- 13 Утверждены постановлением Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 27 октября 2006 года №225.
- 14 Утверждена постановлением Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 27 октября 2006 года №223.
- 15 [http://www.akorda.kz/ru/special/addresses/addresses\\_of\\_president/poslanie-prezidenta-respubliki-kazakhstan-nazarbaeva-narodu-kazhastana-6-fevralya-2008-g](http://www.akorda.kz/ru/special/addresses/addresses_of_president/poslanie-prezidenta-respubliki-kazakhstan-nazarbaeva-narodu-kazhastana-6-fevralya-2008-g)
- 16 Председатель АФН, январь 2008 – 12 апреля 2011 г.
- 17 Казахстанская правда, февраль 2008 г.
- 18 [https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый\\_кризис\\_2007–2008\\_годов](https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый_кризис_2007–2008_годов).
- 19 РИА Новости. <https://ria.ru/crisis/20081013/153025076.html>
- 20 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 21 Газета «Деловой Казахстан», октябрь 2008 г.
- 22 Утверждено решением собрания членов ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» категорий «К», «Р», «Н» (протокол от 14 октября 1999 года №7).
- 23 Утверждены решением заочного общего собрания членов АО «Казахстанская фондовая биржа» и введены в действие с 24 декабря 2002 года.
- 24 Утверждена решением Правления АО «Казахстанская фондовая биржа» от 19 февраля 2003 года №22/0.
- 25 Утверждена решением Правления АО «Казахстанская фондовая биржа» от 24 декабря 2002 года №137/0.
- 26 Утвержден решением внеочередного общего собрания акционеров АО «Казахстанская фондовая биржа» (протокол от 17 января 2008 года №14).
- 27 Всемирная федерация бирж (World Federation of Exchanges) является ведущей профессиональной ассоциацией мировой биржевой индустрии с 1961 года и на данный момент объединяет более 100 бирж мира.
- 28 Из годового отчета KASE за 2009 год.
- 29 [http://www.nationalbank.kz/cont/publish818566\\_5108.pdf](http://www.nationalbank.kz/cont/publish818566_5108.pdf). Официальный релиз НБ РК от 04.02.2009 г.
- 30 Является постоянным внеструктурным органом АО «Казахстанская фондовая биржа», основной задачей которого в соответствии с законодательством Республики Казахстан является принятие решений по вопросам листинга, делистинга, смены категории официального списка биржи.

- 31 [http://www.nationalbank.kz/cont/publish818566\\_5108.pdf](http://www.nationalbank.kz/cont/publish818566_5108.pdf). Официальный релиз НБ РК от 04.02.2009 г.
- 32 Первичная государственная регистрация 12 июля 2002 года.

## Глава 5

- 1 <https://www.zakon.kz/159320-vopreki-pessimistichnym-prognozam.html>, Закон.kz, январь 2010 г.
- 2 Послание Президента РК Н. Назарбаева народу Казахстана «Новое десятилетие – новый экономический подъем – новые возможности Казахстана», 29 января 2010 г. [http://www.akorda.kz/ru/addresses/addresses\\_of\\_president/poslanie-prezidenta-respubliki-kazakhstan-n-a-nazarbaeva-narodu-kazakhstan-29-yanvarya-2010-goda\\_1340624693](http://www.akorda.kz/ru/addresses/addresses_of_president/poslanie-prezidenta-respubliki-kazakhstan-n-a-nazarbaeva-narodu-kazakhstan-29-yanvarya-2010-goda_1340624693)
- 3 Online-презентация аналитического обзора Казахстана Инвестиционной компании «Тройка Диалог», Алматы, 2010 г. <http://www.csok.cz/dokumenty/InvesticniPritazlivost.pdf?phpMyAdmin=b27672da78ebb88e205bed0007e53208>
- 4 Согласно прежней редакции, маркет-мейкеры обязаны были поддерживать спред между наилучшими обязательными котировками по всем акциям в размере, не превышающем 10% от значения котировки на покупку, по всем облигациям – не превышающем 2% по разнице в абсолютном выражении между значениями доходности облигаций к погашению.
- 5 В случае неисполнения маркет-мейкером своих обязательств по объявлению и поддержанию обязательных котировок в течение более чем 60 минут данный член биржи может быть лишен статуса маркет-мейкера по решению Правления биржи.
- 6 Интервью газете «Деловой Казахстан», январь 2011 г.
- 7 Деловой Казахстан, май 2011 г.
- 8 Казахстанская правда, ноябрь 2011 г.
- 9 Председатель Агентства РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (2008–2011).
- 10 Портал Profinance.kz, 17 марта 2011 г.
- 11 Выступление на заседании Правительства, 25 января 2011 года, ИА Новости-Казахстана.
- 12 Встреча Нурсултана Назарбаева с журналистами ведущих СМИ Казахстана. 1 марта 2011 г. [www.akorda.kz/ru/special/events/segodnya-v-akordeglava-gosudarstva-nursultan-nazarbaev-vstretitsya-s-zhurnalistami-vedushchih-smi-kazakhstana](http://www.akorda.kz/ru/special/events/segodnya-v-akordeglava-gosudarstva-nursultan-nazarbaev-vstretitsya-s-zhurnalistami-vedushchih-smi-kazakhstana)

## Глава 6

- 1 <https://www.zakon.kz/4547417-nacionalnyj-bank-rk-vnedrjaet-v.html>
- 2 Казахстанская правда, август 2013 г.
- 3 <https://nationalbank.kz/?docid=291&switch=russian>
- 4 Казахстанская правда, октябрь 2013 г.
- 5 <https://nationalbank.kz/?docid=291&switch=russian>
- 6 <http://www.zakon.kz/amp/4602106-nacbank-objavil-novyyj-obmennyyj-kurs.html>, zakon.kz, февраль 2014 г.
- 7 <https://www.kazpravda.kz/news/ekonomika/kairat-kelimbetov-ravnovesii-kurs-tenge--eto-bлаго-dlya-ekonomiki-strani>, Казахстанская правда, февраль 2014 г.

- 33 Первичная государственная регистрация 28 августа 1998 года.

- www.akorda.kz/ru/special/events/segodnya-v-akordeglava-gosudarstva-nursultan-nazarbaev-vstretitsya-s-zhurnalistami-vedushchih-smi-kazakhstana
- 13 Премьер-министр Республики Казахстан (2007–2012).
- 14 Из интервью российскому телеканалу РБК. 2 марта 2011 года. <http://www.zakon.kz/202396-gosudarstvo-nebudet-izvlekat.html>
- 15 Из отчета KASE за 2011 год. [https://kase.kz/files/reports/2011\\_ru.pdf](https://kase.kz/files/reports/2011_ru.pdf)
- 16 Закон Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности и финансовых организаций в части минимизации рисков» от 28 декабря 2011 года № 524-IV.
- 17 В основу названия «is2in» легла игра слов вокруг назначения системы – Issuers to investors (эмитенты – инвесторам).
- 18 Из интервью редакционной коллегии биржи, июль 2018 г.
- 19 Первый заместитель Премьер-министра Республики Казахстан (2011); Председатель Правления АО «Самрук-Қазына» (2012-2017); заместитель Премьер-министра РК – Министр сельского хозяйства РК (с 15 декабря 2017 года).
- 20 Закон Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам развития столицы Республики Казахстан» от 21 июля 2007 года №297. [http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z070000297\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z070000297_)
- 21 Постановление Правительства Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в постановление Правительства Республики Казахстан от 2 октября 2009 года № 1520 «Об утверждении Правил выпуска ценных бумаг для обращения на внутреннем рынке местным исполнительным органом города республиканского значения, столицы» от 6 июня 2016 года № 332. <http://adilet.zan.kz/rus/docs/P1600000332#z2>.
- 8 [https://forbes.kz/process/expertise/ebrr\\_ponizil\\_prognoz\\_rosta\\_vvp\\_kazakhstan\\_do\\_15/](https://forbes.kz/process/expertise/ebrr_ponizil_prognoz_rosta_vvp_kazakhstan_do_15/), Форбс, февраль 2015 г.
- 9 Казахстанская правда, апрель 2015 г.
- 10 <https://kursiv.kz/news/finansy/2015-11/nacbank-perestaet-podderzivat-tenge>
- 11 [https://www.interfax.kz/?lang=rus&int\\_id=13&category=currently&news\\_id=181](https://www.interfax.kz/?lang=rus&int_id=13&category=currently&news_id=181)
- 12 Из интервью редакционной коллегии биржи, май 2018 г.
- 13 Закон Республики Казахстан «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан» от 21 июня 2013 года №105-V. <http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z1300000105>

- 14 Постановление Правительства Республики Казахстан «О создании единого накопительного пенсионного фонда» от 31 июля 2013 года №747. <http://adilet.zan.kz/rus/docs/P1300000747>
- 15 Капитал.kz, 04.12.2013 г.
- 16 <https://kapital.kz/finance/41982/kazakhstan-uspeshno-razmestil-evrobondy-na-4-mlrd.html>
- 17 Казахстанская правда, ноябрь 2014 г.
- 18 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2018 г.
- 19 DMA – комплекс программно-технических средств брокера, взаимодействующий с торговой системой KASE, с помощью которого брокер заключает сделки от имени своих DMA-клиентов, то есть инвесторов.
- 20 Интервью газете «Курсив», сентябрь 2014 г.
- 21 Из интервью редакционной коллегии биржи, июль 2018 г.

## Глава 7

- 1 Газета «Деловой Казахстан», декабрь 2016 г. <https://dknews.kz/in-the-newspaper/6489-zhdem-novy-h-emitentov-i-investorov.html>
- 2 Clearstream – международный центральный депозитарий ценных бумаг со штаб-квартирой в Люксембурге, входящий в группу Deutsche Börse Group. Clearstream стал первым международным депозитарием ценных бумаг, открывшим канал доступа в Казахстане. В качестве банка-кастодиана и расчетного банка-корреспондента в проекте выступило АО «Ситибанк Казахстан».
- 3 Конституционный закон Республики Казахстан от 7 декабря 2015 года №438-V ЗПК. <http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z1500000438>
- 4 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2018 г.
- 5 <https://www.moex.com/n21233>
- 6 Закон РК от 2 июля 2018 года №166-VI «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам страхования и страховой деятельности, рынка ценных бумаг».
- 7 Доклад «Принципы для инфраструктур финансовых рынков», опубликованный Комитетом по платежным и расчетным системам Банка международных расчетов и Техническим комитетом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), 16 апреля 2012 года.

## Глава 8

- 1 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 2 Макроэкономический обзор Евразийского банка развития, март 2021.
- 3 <https://24.kz/ru/news/top-news/item/506721-1-92-trln-tenge-pensionnykh-nakoplenij-ispolzovano-nalulchshenie-zhilishchnykh-usloviy-v-rk>
- 4 Из интервью в рамках популярного интернет-проекта «KASE Talks», сентябрь 2021 года.
- 5 Стратегия развития KASE на 2019-2021 годы. Утверждена решением Совета директоров Казахстанской фондовой биржи от 28 мая 2019 года.
- 6 Из интервью редакционной коллегии биржи, октябрь 2021 г.
- 7 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2021 г.
- 8 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 9 Из интервью редакционной коллегии биржи, июнь 2021 г.
- 10 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 11 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2021 г.
- 12 План совместных действий Правительства Республики Казахстан и Национального Банка Республики Казахстан по развитию национального фондового рынка на 2018–2021 годы. Утвержден Постановлением Правительства РК от 25 января 2018 года № 32.
- 13 <https://lsm.kz/nacbank-moldabekova>
- 14 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 15 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2021 г.
- 16 Из интервью в рамках популярного интернет-проекта «KASE Talks», октябрь 2021 года.
- 17 Из интервью редакционной коллегии биржи, сентябрь 2021 г.
- 18 Законодательные поправки в рамках Закона РК от 2 января 2021 года «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам восстановления экономического роста».
- 19 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 20 Методика составления отчета по критериям экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления. Утверждена решением Правления АО «Казахстанская фондовая биржа» (протокол заседания от 14 марта 2018 года № 24).
- 21 Статья Forbes.kz от 4 февраля 2021 года «Биржа KASE: принципы устойчивого развития – почему это важно».
- 22 Из интервью редакционной коллегии биржи, ноябрь 2021 г.
- 23 Утверждена решением Правления (протокол заседания от 27 октября 2020 года № 38).



благодарит партнеров за поддержку при выпуске второго издания книги  
к 30-летию независимости Республики Казахстан



АО «Фридом Финанс» предоставляет своим клиентам  
брокерское обслуживание на Казахстанской фондовой бирже,  
услуги маркет-мейкера по поддержанию котировок ценных бумаг,  
организацию долгового и долевого финансирования,  
услуги в области финансового консалтинга.  
Компания входит в международную инвестиционную группу  
Freedom Holding Corp., акции которой размещены на  
Nasdaq Capital Market под тикером FRHC.

**KASE**

благодарит партнеров за поддержку при выпуске второго издания книги  
к 30-летию независимости Республики Казахстан



- **ICBC Almaty was established in March 1993.**
- **Full banking license providing corporate and personal customers financial services.**
- **CNY/KZT Market maker in KASE and CFETS.**
- **RMB Cross-Border Settlement Bank and A-class member of KZT clearing system.**
- **Fitch Rating: BBB+**



**ICBC**

[www.icbcalmaty.kz](http://www.icbcalmaty.kz)







**Редакционная коллегия благодарит всех, кто оказал помощь  
в сборе информации и написании данной книги,  
поделившись своими воспоминаниями:**

Абылкасымова Мадина Ерасыловна	Кононенко Вячеслав Дмитриевич
Айдосов Нурдаулет Галымович	Куприн Александр Игоревич
Айнабаева Шолпан Рахманкуловна	Кышпанакон Виктор Алексеевич
Акишев Данияр Талгатович	Ли Владислав Сединович
Алдамбергел Алина Өтемісқызы	Лукиянов Сергей Николаевич
Алимухамбетов Нуржан Ержанович	Мажекенов Ермек Булатович
Бабенов Булат Базартаевич	Мамештеги Садуакас Халыксоветулы
Бахмутова Елена Леонидовна	Марич Игорь Леонидович
Биртанов Есжан Амантаевич	Молдабекова Алия Мейрбековна
Гаврилюк Александр Николаевич	Мухамеджанов Адиль Нурланович
Дамитов Кадыржан Кабдошевич	Мухамеджанов Евгений Викторович
Джолдасбеков Азамат Мырзаданович	Нукушев Азат Галимович
Жамишев Болат Бидахметович	Сабитов Идель Марсильевич
Жандосов Ораз Алиевич	Сайденов Анвар Галимуллаевич
Жеребятьев Дмитрий Игоревич	Турлов Тимур Русланович
Какимжанов Зейнулла Халидоллович	Турмагамбетов Кайрат Жумабекович
Калдыбаева Айгуль Оразбековна	Хаджиева Мария Жамаловна
Камаров Талгат Каирбекович	Хорошевская Наталья Юрьевна
Капышев Бахытжан Хабдешевич	Цалюк Андрей Юрьевич
Карагусова Гульжана Джанпеисовна	Цалюк Галина Анатольевна
Карасаев Дамир Булатович	Цуркан Олег Григорьевич
Карибжанов Айдан Табониязович	Шаяхметова Умут Болатхановна
Карягин Андрей Валерьевич	Якупбаева Юлия Константиновна
Конкашев Бакытжан Аскерович	

## СОДЕРЖАНИЕ

Глава 1. <b>В НАЧАЛЕ БЫЛ ТЕНГЕ</b> .....	6
НОВОЙ ВАЛЮТЕ – НОВАЯ БИРЖА .....	7
ЦЕНА МЕЖЗАЧЕТА.....	10
ПЕРВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ .....	14
СПОК КАК ОТВЕТ КРИЗИСУ.....	23
Глава 2. <b>ГДЕ РОЖДАЕТСЯ РЫНОК</b> .....	34
ФАЛЬСТАРТ РЫНКА ГКО И БОРЬБА ЗА СТАТУС МОДЕЛЬНОЙ БИРЖИ.....	37
ПОД ФЛАГОМ «ГОЛУБЫХ ФИШЕК».....	39
ВОЗВРАЩЕНИЕ ГЦБ И СТАРТ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ЕВРОНОТ .....	43
СПОК И РЦБ.....	50
НА ПОРОГЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА».....	53
Глава 3. <b>ТРАЕКТОРИЯ РОСТА</b> .....	62
РЫНОК ГЦБ: ВРЕМЯ И БРЕМЯ «ПЕРЕГРЕВА» .....	63
РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: НА ВОЛНЕ «ОБЛИГАЦИОННОГО БУМА» .....	75
СЕКТОР ТОРГОВЛИ ГПА: НЕ ТОЛЬКО «СТРАТЕГАМ» .....	82
РЫНОК АКЦИЙ: ОТ СКЕПСИСА К ЭЙФОРИИ .....	85
РЫНОК ОПЕРАЦИЙ РЕПО: НАЧИНАЕТ И ВЫИГРЫВАЕТ .....	94
РЫНОК ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ: ЗВЕЗДНЫЙ ЧАС ТЕНГЕ.....	103
KASE И ПРОЕКТ РЕГИОНАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА (РФЦА).....	108
Глава 4. <b>ИСПЫТАНИЕ КРИЗИСОМ</b> .....	116
ПРЕДВЕСТНИКИ ПЕРВОЙ ВОЛНЫ.....	116
УДАР ПО ВСЕМ ФРОНТАМ .....	124
ЧЕРЕЗ ДЕВАЛЬВАЦИЮ И ДЕФОЛТЫ К ВОССТАНОВЛЕНИЮ И РОСТУ.....	133

Глава 5. <b>ИЗВЛЕКАЯ УРОКИ</b> .....	<b>144</b>
<b>Фундамент для нового рывка</b> .....	<b>145</b>
<b>В попытках оттолкнуться вверх</b> .....	<b>152</b>
<b>Под грузом минимизации рисков</b> .....	<b>164</b>
Глава 6. <b>ВРЕМЯ ВЫЗОВОВ И ТРАНСФОРМАЦИЙ</b> .....	<b>178</b>
<b>На пути к новой денежно-кредитной политике</b> .....	<b>178</b>
<b>Реформа пенсионной системы: один вместо многих</b> .....	<b>186</b>
<b>«Народное IPO»: жизнь после старта</b> .....	<b>192</b>
<b>Четыре важных шага к повышению ликвидности</b> .....	<b>197</b>
<b>Меняя законодательство</b> .....	<b>202</b>
<b>В стремлении к международным стандартам</b> .....	<b>203</b>
Глава 7. <b>БУДУЩЕЕ СОЗДАЕТСЯ СЕГОДНЯ</b> .....	<b>208</b>
<b>В тренде инфляционного таргетирования</b> .....	<b>208</b>
<b>Время рынка ценных бумаг</b> .....	<b>218</b>
<b>Стратегия роста</b> .....	<b>220</b>
Глава 8. <b>НА ЭТАПЕ МОДЕРНИЗАЦИИ</b> .....	<b>232</b>
<b>Пандемия – новая реальность</b> .....	<b>234</b>
<b>Плоды стратегического партнерства</b> .....	<b>241</b>
<b>Синергия реформ</b> .....	<b>249</b>
<b>Устойчивое развитие – не просто слова</b> .....	<b>258</b>
<b>СОКРАЩЕНИЯ И ТЕРМИНЫ</b> .....	<b>264</b>
<b>ССЫЛКИ И ПРИМЕЧАНИЯ</b> .....	<b>268</b>

**УДК 336.76 (574)**  
**ББК 65.262.2 (5Қаз)**  
**К 14**

**Казахстанская фондовая биржа**

Как создавалось будущее / – Алматы, 2021 – 280 с., рус. яз.

**ISBN 978-601-06-8230-6**

Второе, дополненное издание книги «Как создавалось будущее», посвященной истории развития Казахстанской фондовой биржи, выпущенное к 30-летию независимости Казахстана. Первое издание 2018 года было приурочено к 25-летию KASE. Созданная как Казахская межбанковская валютная биржа 17 ноября 1993 года, KASE стала универсальной торговой площадкой для рынков денег, ценных бумаг, иностранных валют и деривативов, прошла несколько этапов модернизации и продолжает динамично развиваться, внося свой весомый вклад в экономику Казахстана.

**УДК 336.76 (574)**  
**ББК 65.262.2 (5Қаз)**

**Редакционная коллегия первого издания:**

Алдамберген Алина Өтемісқызы  
Арбабаева Гульмира Нуралиевна  
Булат Амир Эльдарулы  
Гахов Сергей Валерьевич  
Донских Алевтина Александровна  
Есимова Зауре Еркиновна  
Момот Евгений Анатольевич  
Сабитов Идель Марсильевич  
Турмагамбетов Кайрат Жумабекович  
Хорошевская Наталья Юрьевна  
Цалюк Андрей Юрьевич  
Шадиева Тамара Султановна

**Редакционная коллегия второго издания:**

Алдамберген Алина Өтемісқызы  
Аманжолова Дана Муратбековна  
Арбабаева Гульмира Нуралиевна  
Батищева Татьяна  
Булат Амир Эльдарулы  
Гахов Сергей Валерьевич  
Донских Алевтина Александровна  
Назаренко Анна Вадимовна  
Хорошевская Наталья Юрьевна  
Цалюк Андрей Юрьевич

**Макет:**

Арт-директор – Мухамеджанов Аскар  
Дизайн – Валькер Владимир  
Верстка, препресс – Кожевников Ярослав, Старожилов Антон

**ISBN 978-601-06-8230-6**



© ТОО «Национальное брендинговое агентство  
«КАЗАХСТАНИКА», 2021

Отпечатано с файлов заказчика  
в ТОО «Индиго Принт», РК, г. Нур-Султан,  
пр. Кабанбай батыра, 2/2, оф. 200











30

ЛЕТ НЕЗАВИСИМОСТИ

**КАЗАХСТАН**